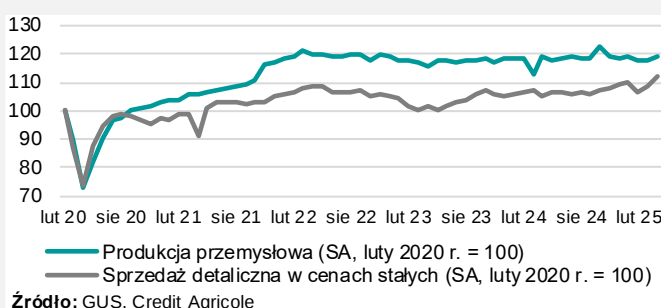


W tym tygodniu

W ubiegłym tygodniu USA przeprowadziły atak lotniczy na trzy kluczowe irańskie instalacje jądrowe (Fordow, Natanz i Esfahan). W odpowiedzi irański parlament przegłosował inicjatywę zamknięcia cieśniny Ormuz, przez którą przechodzi około 20 % światowego eksportu ropy, jednak ostateczna decyzja należy do Najwyższej Rady Bezpieczeństwa Państwowego Iranu. Takie nasilenie napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie oddziałuje w kierunku wzrostu cen ropy, osłabienia kursu złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. W efekcie stanowi ono również ryzyko w górę dla naszej średnioterminowej prognozy inflacji i stóp procentowych (patrz niżej).

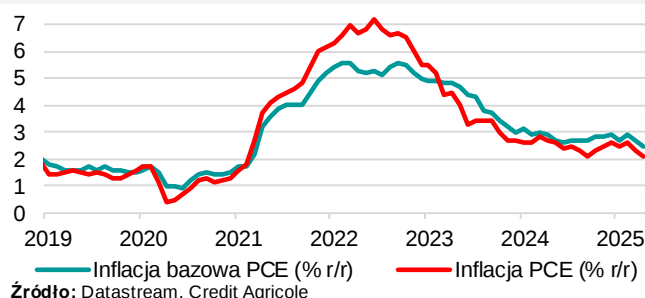
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o majowej produkcji przemysłowej w Polsce. Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się do 3,0% r/r wobec 1,2% w kwietniu. W kierunku wzrostu produkcji oddziaływał głównie efekt niskiej bazy sprzed roku. Wsparcie dla naszej, niższej od konsensusu (4,4%) prognozy stanowi słaby odczyt majowego indeksu PMI (por. MAKROmapa z 02.06.2025). Oczekujemy, że publikacja danych o produkcji przemysłowej będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie jutrzejsza publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zmniejszyła się z 7,6% r/r w kwietniu do 4,0% w maju. Spadek dynamiki sprzedaży w znacznej mierze wynikał z wygaśnięcia efektu przesunięcia terminu świąt Wielkiejnocy względem ub. r., który istotnie podwyższył dynamikę sprzedaży w kwietniu (por. MAKROpuls z 26.05.2025). Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej jest zbliżona do konsensusu rynkowego (4,3%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w czerwcu do 50,5 pkt. wobec 50,2 pkt. w maju. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie już szósty miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z konsensusem poprawa koniunktury zostanie odnotowana zarówno w przypadku sektora usług, jak i przetwórstwa przemysłowego. Rynek oczekuje również lekkiego wzrostu w przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (48,8 pkt. w czerwcu wobec 48,3 pkt. w maju). Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany we wtorek indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 88,0 pkt. w czerwcu z 87,5 pkt. w maju. Wzrosty czerwcowych indeksów w strefie euro będą odzwierciedlały naszym zdaniem lekką korektę nastrojów przedsiębiorstw po ich ostatnim pogorszeniu na skutek zaostrenia globalnej polityki handlowej (por. MAKROmapa z 26.05.2025). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się w maju do 2,2% wobec 2,1% w kwietniu, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej PCE do 2,6% z 2,5%. Dane wskażą zatem na nieznaczny wzrost presji inflacyjnej, jednocześnie



dostarczając cennych informacji odnośnie do skali i tempa wpływu podwyżek stawek celnych na ceny konsumenckie. Oczekujemy, że w sprowadzone do wymiaru rocznego finalne tempo wzrostu PKB nie zostanie zrewidowane w porównaniu do drugiego szacunku i wyniesie -0,2%. Uważamy, że zamówienia na dobra trwałego użytku zwiększyły się w maju o 10,0% m/m wobec spadku o -6,3% w kwietniu (efekt dużego zamówienia z Kataru na samoloty firmy Boeing, potencjalnie obejmującego ponad 200 samolotów pasażerskich). Oczekujemy, że dane o sprzedaży nowych domów (684 tys. w maju wobec 743 tys. w kwietniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,02 mln wobec 4,00 mln) w dalszym ciągu będą sygnalizować obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (60,5 pkt. w czerwcu wobec 52,5 pkt. w maju) oraz indeks zaufania konsumentów Conference Board (100,0 pkt. w czerwcu wobec 98,0 pkt. w maju) wskażą na poprawę nastrojów konsumenckich. Uważamy, że publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej, która naszym zdaniem zmniejszyła się o 3,0% r/r w maju wobec spadku o 4,2% w kwietniu. Lekkie wyhamowanie spadku produkcji będzie powiązane z realizacją inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych. Oczekujemy, że publikacja będzie neutralna dla rynków finansowych.

Dzisiaj zostaną opublikowane również majowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że w maju utrzymał się lekki spadek liczby zatrudnionych w przedsiębiorstwach w ujęciu miesiąc do miesiąca. Mimo tego dynamika zatrudnienia zwiększyła się naszym zdaniem do -0,7% r/r w maju wobec -0,8% w kwietniu, z uwagi na niższą bazę sprzed roku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 9,0% r/r w maju z 9,3% w kwietniu. Wynikało to z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca – w kwietniu odnotowano bowiem najwyższą miesięczną dynamikę płac od kwietnia 2019 r. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

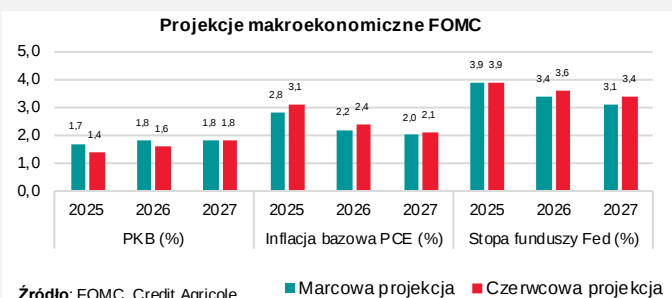
W zeszłym tygodniu

Zapoczątkowana dwa tygodnie temu wojna pomiędzy Iranem i Izraelem niesie za sobą ryzyko wybuchu pełnoskalowego konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie. Sytuacja w tym regionie rozwija się dynamicznie i nie można jednoznacznie wskazać, jaki pułap eskalacji zostanie osiągnięty. Trzy podstawowe czynniki ryzyka w kontekście wpływu wojny na sytuację gospodarczą i rynki finansowe to długość trwania konfliktu, stopień eskalacji konfliktu pomiędzy Izraelem a Iranem oraz zaangażowanie się w konflikt państw trzecich, w tym szczególnie USA, Chin i Rosji. Uważamy, że konflikt utrzyma się przez co najmniej kilka tygodni, możliwe nawet kilka miesięcy, z uwagi na brak sygnałów zamiaru deeskalacji ze strony Izraela, który początkowym atakiem osiągnął istotną przewagę. Ponadto, naszym zdaniem konflikt pozostanie

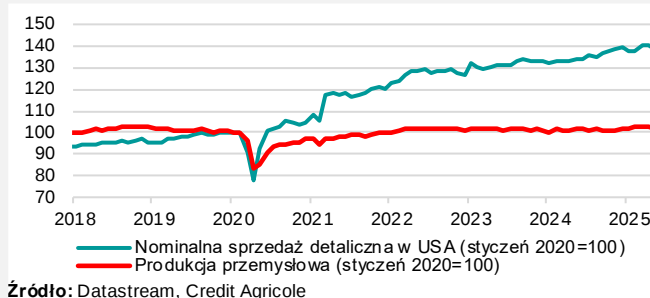
w dużej mierze lokalny, a Rosja i Chiny nie zdecydują się na bezpośrednie zaangażowanie. Dopuszczamy możliwość kolejnych interwencji ze strony USA, niemniej uważamy, że ogranicza je niechęć ruchu politycznego skupionego wokół D. Trumpa do wydatkowania środków budżetowych na cele niezwiązane bezpośrednio z interesem USA. Czynnikiem potencjalnie łagodzącym sytuację będzie brak granicy lądowej pomiędzy Izraelem i Iranem, ograniczający możliwość ich wzajemnego oddziaływania na siebie do wojsk powietrznych (zakładając, że konflikt pozostanie lokalny). Tym samym, naszym zdaniem dwa największe czynniki ryzyka to interwencja USA na dużą skalę oraz zamknięcie przez Iran cieśniny Ormuz, przez którą przepływa z Zatoki Perskiej ok. 20% światowych dostaw ropy. Niemniej, naszym zdaniem pełne zamknięcie cieśniny jest mało prawdopodobne, z uwagi na to, że stanowiłoby to dla Iranu ryzyko konfliktu z Chinami, które w dużej mierze polegają na ropie z Zatoki Perskiej. Dwa główne efekty wojny pomiędzy Izraelem i Iranem dla polskiej gospodarki to wzrost cen ropy i gazu ziemnego oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka. Istotny wzrost cen surowców energetycznych będzie oddziałował w kierunku znaczącego podniesienia ścieżki inflacji w Polsce w nadchodzących miesiącach. Z kolei wzrost globalnej awersji do ryzyka może prowadzić do odpływu kapitału portfelowego z rynków wschodzących, a w efekcie do deprecjacji złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%; 4,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. W komunikacie powtórzony został zapis, zgodnie z którym podejmując decyzje dotyczące skali i momentu kolejnych

dostosowań w polityce pieniężnej FOMC będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywy i ważył czynniki ryzyka. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell powtórzył również po raz kolejny, 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 ze względu na nieznaną jeszcze skalę wpływu taryf celnych wprowadzonych przez administrację D. Trumpa na inflację. Zdaniem J. Powella będziemy mogli zaobserwować ją w letnich miesiącach, co sugeruje, że kolejna obniżka będzie rozważana najwcześniej na wrześniowym posiedzeniu FOMC. W ubiegłym tygodniu opublikowana została również czerwcową projekcja członków FOMC. W 2025 r. implikuje ona nadal obniżki o łącznej skali 50pb. Z kolei oczekiwana skala łagodzenia polityki pieniężnej w 2026 r. uległa zmniejszeniu z 50bp do 25pb. W 2027 r. przewidywana jest nadal obniżka o 25pb (por. wykres). Mediana dla docelowego poziomu stóp procentowych nie zmieniła się w porównaniu do marcowej projekcji i wynosi 3,00%. Jednocześnie mediana dla prognoz inflacji bazowej została podniesiona w porównaniu do marcowej projekcji w całym horyzoncie (wzrost o 30pb w 2025 r., 20pb w 2026 r. i 10pb w 2027 r.), podczas gdy mediana dla tempa wzrostu PKB uległa obniżeniu w 2025 r. (1,4% r/r wobec 1,7%) i w 2026 r. (1,6% wobec 1,8%) i nie zmieniła się w 2027 r. (1,8%). Wyniki czerwcowej projekcji odzwierciedlają obawy członków FOMC, że polityka administracji D. Trumpa doprowadzi do wzrostu inflacji, przy jednoczesnym pogorszeniu perspektyw wzrostu gospodarczego. Wyniki projekcji zostały również skomentowane przez J. Powella, który podkreślił, że czerwcową projekcją FOMC jest obarczona wysokim poziomem niepewności. Uważamy, że w nadchodzących miesiącach Fed będzie kładł nacisk przede wszystkim na utrzymywanie inflacji pod kontrolą, co będzie oznaczać jastrzębi kierunek polityki pieniężnej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb we wrześniu i o 25pb w grudniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w maju o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,1% w kwietniu (rewizja w górę z 0,0%), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,1%). Jej spadek wynikał z niższej dynamiki produkcji w dostarczaniu mediów,

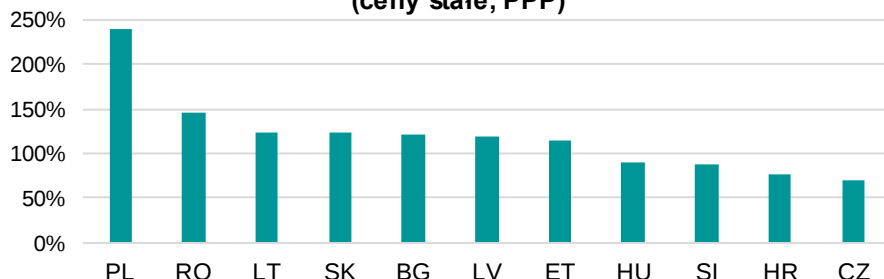


podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie i przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się w maju do 77,4% wobec 77,8% w kwietniu i pozostaje ono nadal poniżej poziomu sprzed pandemii (ok. 78,6%). W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zmniejszyła się w kwietniu do -0,9% m/m wobec spadku o 0,1% w kwietniu (rewizja w dół z +0,1%), kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (-0,7%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w maju do -0,3% wobec 0,0% w kwietniu. Dane wskazują tym samym, że popyt konsumencki w USA lekko wyhamował, a efekt zwiększonych zakupów w oczekiwaniu na wprowadzenie ceł w dużej mierze wygasł. Jest to spójne z naszą oceną, że kolejne miesiące mogą przynieść jego wyraźne osłabienie związane z obawami konsumentów o to, że polityka administracji D. Trumpa może doprowadzić do silnego wzrostu inflacji i wejścia amerykańskiej gospodarki w recesję. Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1393 tys. w maju wobec 1422 tys. w kwietniu) oraz rozpoczętych budowlach (1256 tys. wobec 1392 tys.) wskazały na ogół na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą krótkookresowe perspektywy wzrostu aktywności na rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne z powodu utrzymującego się podwyższonego oprocentowania kredytów mieszkaniowych. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% wobec -0,2% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r.

W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB podjął decyzję o obniżeniu głównej stopy procentowej o 25pb do poziomu 0,00%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych została uzasadniona stwierdzeniem, że presja inflacyjna w dalszym ciągu spada i jednocześnie nasiliło się ryzyko w dół dla ścieżki inflacji. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do dalszych interwencji na rynku walutowym, zwracając uwagę na postępującą w ostatnim czasie aprecjację franka szwajcarskiego. Warto zwrócić uwagę, że w maju po raz pierwszy od czterech lat zaobserwowano w Szwajcarii ujemne tempo wzrostu cen w ujęciu rocznym. Według prezesa SNB M. Schlegela, bank centralny nie „podejmie pochopnie decyzji o powrocie do ujemnych stóp”. Perspektywa ujemnych stóp procentowych wiąże się z obawami o stabilność systemu emerytalnego i ubezpieczeniowego, oraz potencjalny szybki wzrost cen aktywów (w tym cen nieruchomości). W ubiegłym tygodniu opublikowana została także najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została zrewidowana w dół do 0,2% w 2025 r. (0,4% w marcowej projekcji), 0,5% w 2026 r. (0,8%) oraz 0,7% w 2027 r. (0,8%). Prognoza wzrostu PKB na 2025 r. została utrzymana na poziomie z marca (1,0%-1,5%). Ponadto, SNB prognozuje, że w 2026 r. dynamika również ukształtuje się na tym samym poziomie (1,0%-1,5%). Uważamy, że istnieje istotne prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez SNB, co oznaczałoby powrót ujemnych stóp procentowych. Prognozujemy, że kurs EURCHF wyniesie 0,97 na koniec 2025 r. oraz 0,98 na koniec 2026 r. W konsekwencji oczekujemy, że kurs CHFPLN ukształtuje się na poziomie 4,41 na koniec 2025 r., i na poziomie 4,33 na koniec 2026 r.

Jak mierzyć „cud gospodarczy” w Polsce?

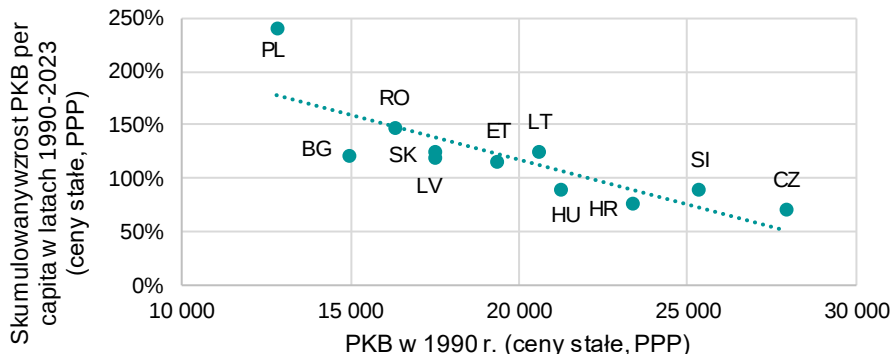
Skumulowany wzrost PKB per capita w latach 1990-2023
(ceny stałe, PPP)



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

prywatny i zintegrować gospodarkę z jednolitym rynkiem Unii Europejskiej. Tym samym w mediach i analizach międzynarodowych coraz częściej pojawiają się określenia takie jak „złoty wiek” polskiej gospodarki, „europejski tygrys” czy wręcz „the rise of Poland” – symbolizujące dynamiczną przemianę kraju z peryferii do grona średniozamożnych gospodarek europejskich. Tego rodzaju narracje zyskały szczególną popularność po globalnym kryzysie finansowym, gdy Polska jako jedyna w UE uniknęła recesji. W poniższej analizie sprawdzamy, czy wspomniane wyżej sformułowania znajdują odzwierciedlenie w danych ekonomicznych i czy optymistyczna ocena zawarta we wspomnianych wyżej określeniach jest uzasadniona.

W ostatnich latach dużo się mówi o Polsce jako o „gospodarczym cudzie”, zwracając uwagę na szybki wzrost PKB per capita od lat 90., który był znacząco wyższy w porównaniu do innych krajów postkomunistycznych (por. wykres). W ciągu trzech dekad udało się znacząco poprawić poziom życia, zredukować bezrobocie, zbudować silny sektor

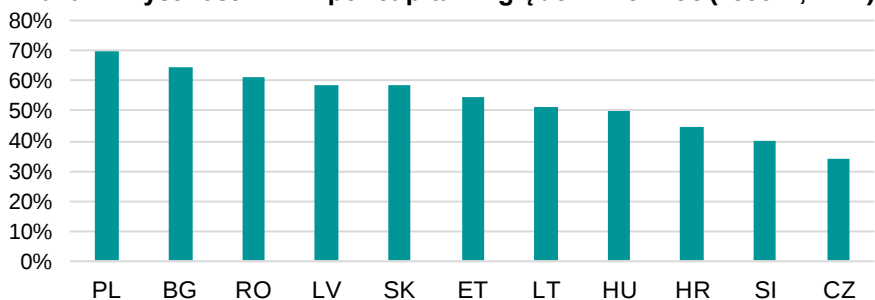


Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

teorią konwergencji oznaczało wyższe tempo wzrostu niż w gospodarkach startujących z wyższego poziomu. Negatywną zależność pomiędzy wysokością punktu startowego, a skumulowanym wzrostem PKB per capita dobrze ilustruje wykres obok. Co istotne, Polska znajduje się powyżej trendu wyznaczonego dla krajów regionu, co sugeruje, że skala wzrostu była większa, niż można by oczekiwać wyłącznie na podstawie relatywnie niskiego poziomu PKB na początku transformacji. W ten sposób wykres w pewnym stopniu potwierdza zasadność narracji o „złotym wieku” polskiej gospodarki.

W ciągu ostatnich trzech dekad Polska rzeczywiście odnotowała jeden z największych skumulowanych wzrostów PKB per capita wśród krajów postkomunistycznych. Należy jednak zauważyć, że w dużej mierze wynikało to z bardzo niskiego punktu startowego (tj. początkowego poziomu PKB per capita w 1990 r.), co zgodnie z

Luka w wysokości PKB per capita względem Niemiec (1990 r., PPP)

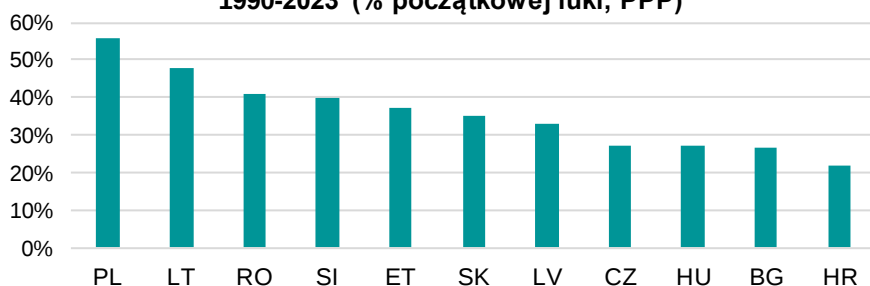


Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

W 1990 r. Polska charakteryzowała się jedną z największych luk w zakresie PKB per capita względem Niemiec – wyniosła ona 70% podczas gdy dla Czech była ona równa tylko 34%. Z tego względu trudno więc mówić o „cudzie gospodarczym” bez szerszego kontekstu. Mechanizm konwergencji zakłada, że kraje o niższym poziomie rozwoju

gospodarczego mogą rosnąć szybciej, ponieważ mogą korzystać z już istniejących technologii, napływu kapitału zagranicznego oraz instytucji i regulacji sprawdzonych w bardziej rozwiniętych gospodarkach. Dodatkowo, charakteryzują się one wyższą krajową produktywnością kapitału, co oznacza wyższą oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji i stanowi dodatkowy impuls dla szybszego wzrostu. W praktyce oznacza to, że część polskiego sukcesu była niejako „wbudowana” w punkt wyjścia – im niższy poziom bazowy, tym więcej przestrzeni do wzrostu. Warto jednak zwrócić uwagę, że efekt niskiej bazy nie jest jednak równoważny ekonomicznemu cudowi: równie głęboką lukę miała np. Białoruś, gdzie brak stabilnych instytucji, wolnorynkowych bodźców i członkostwa w UE w zahamował wzrost.

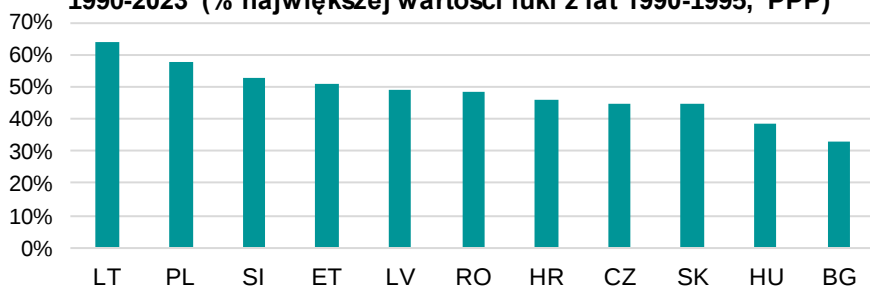
Redukcja luki PKB per capita względem Niemiec w latach 1990-2023 (% początkowej luki, PPP)



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

per capita w kraju odniesienia (Niemcy), a y_0 to poziom wyjściowy w kraju analizowanym. Przykładowo, Polska miała jedną z największych luk początkowych, ale równocześnie charakteryzowała się relatywnie szybkim tempem wzrostu dochodu na mieszkańca. Czechy z kolei startowały z wyższego poziomu, co oznaczało mniejszą początkową lukę, ale ich tempo wzrostu było nieco niższe, co przełożyło się na wolniejsze tempo konwergencji. Z dostępnych danych empirycznych wynika, że Polska była krajem, którym udało się zredukować dystans do liderów w największym stopniu. Proces ten był szczególnie intensywny w pierwszych dwóch dekadach po transformacji. To oznacza, że choć efekt niskiego punktu startowego odegrał istotną rolę, nie wyjaśnia w pełni sukcesu Polski.

Redukcja luki PKB per capita względem Niemiec w latach 1990-2023 (% największej wartości luki z lat 1990-1995, PPP)



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

lokalne PKB per capita z lat 1990-1995. Jest to szczególnie istotne w przypadku państw byłego ZSRR, które doświadczyły bardzo głębokiej recesji (m.in. spadki o łącznie 42,5% PKB w Rosji, 57,7% na Ukrainie, 43,2% na Litwie, 41,4% na Łotwie), w państwach bałtyckich pogłębionej przez odwetowe sankcje ekonomiczne ze strony Rosji, oraz w przypadku Chorwacji, która uczestniczyła wtedy w wojnie domowej w Jugosławii. Recesja w Polsce po 1990 r., choć doprowadziła do silnego spadku PKB (-7,3%), była niewielka na tle innych państw. Częściowo wynikało to z tego, że gospodarka Polski po latach 80-tych była już w głębokim kryzysie, a co za tym idzie przestrzeń do dalszego spadku aktywności gospodarczej była ograniczona. Na wykresie przedstawione zostały zmodyfikowane wyniki naszej analizy. W tym wariantcie względna redukcja luki do PKB per capita Niemiec liczona jest nie względem 1990 r., jak poprzednio, tylko względem punktu odniesienia (w latach 1990-1995), kiedy luka dla danego kraju była największa. Po uwzględnienia różnic w

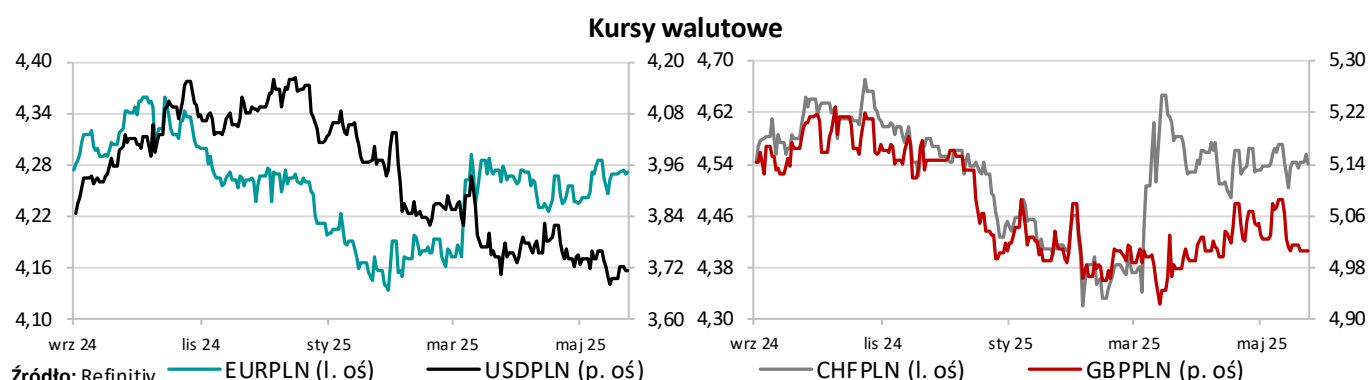
Aby pogłębić analizę i lepiej ocenić zasadność określenia typu „cud gospodarczy”, warto przyjrzeć się nie tylko skali wzrostu, ale przede wszystkim temu, jak dużą część luki względem bardziej zamożnych gospodarek udało się faktycznie domknąć w ostatnich trzech dekadach. Formalnie można to ująć jako zmianę wartości wyrażenia ($y^* - y_0$), gdzie y^* to poziom dochodu

Warto również zwrócić uwagę, że nasza analiza jest wrażliwa na wybór punktu startowego. We wszystkich wymienionych państwach, na początku lat 90-tych wystąpiła tzw. recesja transformacyjna, czyli silny spadek PKB związany z przekształceniami gospodarczymi. Tym samym, jako punkt startowy dla naszej analizy można by również alternatywnie przyjąć minimum

głębokości recesji transformacyjnej, Polska plasuje się na drugim miejscu po Litwie, co nadal stanowi istotny sukces.

Zgodnie z teorią konwergencji, dwa kraje o identycznych parametrach strukturalnych – tej samej stopie oszczędności, tempie wzrostu populacji, postępie technologicznym, deprecjacji kapitału itd. – ale z różnym poziomem PKB per capita w punkcie startowym (y_0) powinny redukować wspomnianą względną lukę w tym samym tempie. Oznacza to, że sukces Polski w tym zakresie wynika z jej unikalnej charakterystyki i wpływu wielu czynników: strukturalnych, instytucjonalnych, politycznych. Sam potencjał konwergencji wynikający z niskiego poziomu wyjściowego nie gwarantuje sukcesu – jego realizacja zależy od zdolności gospodarki do absorpcji kapitału, technologii i know-how. W przypadku Polski kluczowe znaczenie miały reformy instytucjonalne przeprowadzone w latach 90., otwarcie na handel zagraniczny, szybka prywatyzacja, zasób kapitału ludzkiego powiązany z jakością systemu edukacji, a także akcesja do Unii Europejskiej, która przyniosła nie tylko fundusze strukturalne, ale też głębsze zakorzenienie w jednolitym rynku i wymusiła poprawę jakości regulacji. Stabilna polityka makroekonomiczna oraz silne przyciąganie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) również odegrały istotną rolę w podnoszeniu produktywności i przyspieszaniu wzrostu. Nie bez znaczenia był także czynnik społeczny i demograficzny, jakim było relatywnie młode społeczeństwo. W sumie to właśnie połączenie korzystnego punktu startowego ze skutecznym wykorzystaniem zewnętrznych i wewnętrznych impulsów rozwojowych sprawiło, że Polska zrealizowała swój potencjał konwergencji w większym stopniu niż kraje regionu.

Kurs złotego pozostał stabilny pomimo niesprzyjającego otoczenia



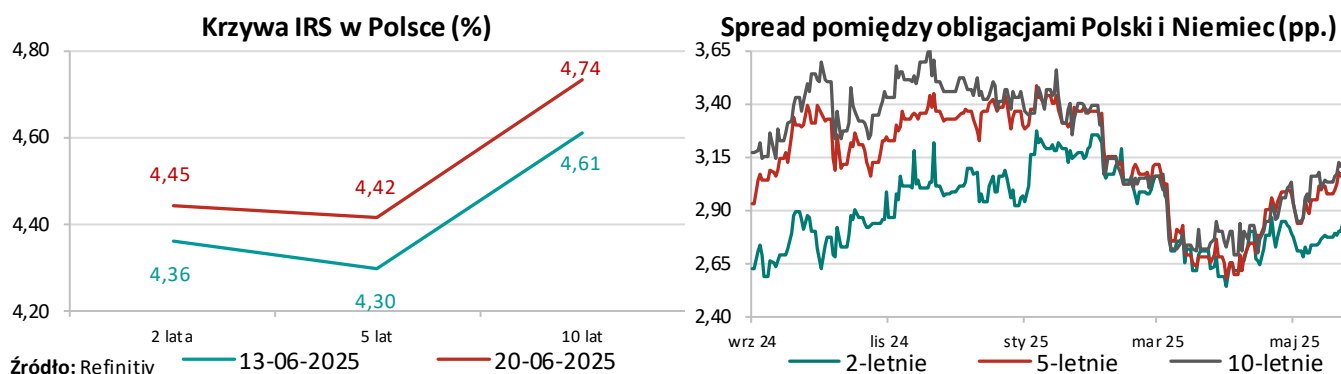
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2603 (umocnienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w przedziale 4,26-4,28. Niemniej jednak charakteryzował się on podwyższoną zmiennością w tym zakresie, do czego przyczyniły się napływające informacje dotyczącymi przebiegu wojny pomiędzy Izraelem i Iranem, w tym możliwości zaangażowania się USA w konflikt. Publikacja danych makroekonomicznych nie miała istotnego wpływu na kurs złotego.

Pierwsza część tygodnia przyniosła lekkie umocnienie dolara względem euro, czemu sprzyjały informacje o utrzymującym się konflikcie na linii Izrael-Iran. W piątek doszło jednak do korekty i kurs EURUSD powrócił do poziomów z poniedziałkowego otwarcia.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów pozostaną informacje dotyczące przebiegu wojny pomiędzy Izraelem i Iranem, w tym kwestia dalszego zaangażowania USA w konflikt (patrz wyżej). Kurs złotego będzie zatem kształtowany w dominującym stopniu przez wahania globalnej awersji do ryzyka (RORO - „risk-on, risk-off”). Ponadto, lekkiemu osłabieniu złotego może sprzyjać zaplanowana na dziś publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej.



Podwyższona awersja do ryzyka sprzyjała wzrostowi stawek IRS



Źródło: Refinitiv

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększył się do 4,45 (wzrost o 9pb), 5-letnie do 4,42 (wzrost o 12pb), a 10-letnie do 4,74 (wzrost o 13pb). Przez cały ubiegły tydzień stawki IRS w Polsce kształtowały się w lekkim trendzie wzrostowym pomimo ich stabilizacji na rynkach bazowych. Zwiększeniu spreadu pomiędzy tymi aktywami sprzyjała podwyższona awersja do ryzyka (patrz powyżej).

Kontynuacja wojny pomiędzy Izraelem i Iranem będzie oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu w tym tygodniu. Spadkowi stawek IRS może natomiast sprzyjać dzisiejsza publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej.

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	4,28
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	3,77
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	4,59
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	4,0	
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	3,3	
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	-374		
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	-2,4		
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	3,5		

* 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	4,28	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**		3,87	3,74	3,79	3,75	3,78	3,80	3,83	3,85	4,13	3,75	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 23.06.2025 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	48,3		49,0
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	1,2	3,0	4,4
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-1,4	-1,4	-1,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	9,3	9,0	8,8
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	-0,8	-0,7	-0,7
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Maj	-4,2	-3,0	-2,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	49,7		50,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	49,4		49,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	50,2		50,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,0		51,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Maj	4,00	4,02	3,97
Wtorek 24.06.2025 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	87,5		88,3
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Maj	7,6	4,0	4,3
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	98,0	100,0	99,8
Środa 25.06.2025 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	5,2	5,1	5,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	245		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	743	684	692
Czwartek 26.06.2025 r.						
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	-0,2	-0,2	-0,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	-6,3	10,0	8,5
Piątek 27.06.2025 r.						
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Maj	2,1	2,2	2,3
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Maj	2,5	2,6	2,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,1		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	60,5	60,5	60,5

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Dla publikacji krajowych konsensus wg gazety Parkiet, dla zagranicznych – konsensus Refinitiv