

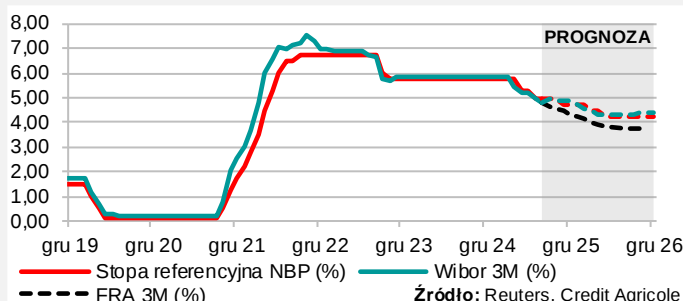
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,00%). Uważamy, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w

porównaniu do dokumentu opublikowanego w lipcu. Argumentem na rzecz utrzymania status quo w polityce pieniężnej jest niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w IV kw., w związku z wetem K. Nawrockiego dotyczącym ustawy przedłużającej zamrożenie cen prądu. Ponadto, zarówno założony w projekcie budżetu państwa deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2026 r. (6,5% PKB) oraz jego prawdopodobna realizacja w 2025 r. (6,9% PKB) kształtują się znacząco powyżej oczekiwań. Ostateczny poziom deficytu i wpływ polityki fiskalnej na gospodarkę charakteryzują się podwyższoną niepewnością związaną ze sprzeciwem Prezydenta wobec podatku cukrowego i podwyższenia akcyzy na alkohol oraz niejasności co do nowelizacji podatku CIT dla sektora bankowego. Ponadto członkini RPP, I. Duda stwierdziła w ubiegłym tygodniu, że stopy procentowe powinny zostać obniżone nie we wrześniu lecz później, co jest zgodne z naszym scenariuszem zakładającym obniżkę stóp procentowych dopiero w listopadzie. Konsensus natomiast oczekuje obniżki stóp procentowych o 25pb w tym tygodniu, a tym samym materializacja naszej prognozy zakładającej status quo byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Dopuszczamy jednak materializację scenariusza alternatywnego, w którym polityka pieniężna zostanie złagodzona w tym tygodniu. W takim wariantcie kolejne obniżki byłyby najprawdopodobniej odłożone dalej w czasie. Taki scenariusz jest spójny z ubiegłotygodniową wypowiedzią H. Wnorowskiego, członka RPP. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Najważniejszą publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Zgodnie z konsensusem zwiększyło się ono o 78 tys. osób w sierpniu wobec wzrostu o 73 tys. w lipcu, przy wzroście stopy bezrobocia do 4,3% z 4,2% w lipcu. Publikacja ta będzie istotna z punktu widzenia najbliższej decyzji FOMC w zakresie wysokości stóp procentowych, która zostanie podjęta 17 września. Ochłodzenie sytuacji na rynku będzie stanowiło wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego obniżkę stóp o 25pb. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 65 tys. w sierpniu wobec wzrostu o 104 tys. w lipcu). We wtorek opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Zgodnie z konsensusem wzrósł on w sierpniu do 49,0 pkt. z 48,0 pkt. w lipcu, pozostając tym samym szóstym miesiącem z rzędu poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W ostatnich miesiącach negatywne dla indeksu były redukcja zatrudnienia przez firmy oraz słabszy napływ nowych zamówień. Ponadto, ankietowane firmy zwracały uwagę na negatywny wpływ niepewności wokół polityki celnej na ich działalność. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

We wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu zwiększyło się do 2,1% r/r w sierpniu z 2,0% w lipcu. Na lekki wzrost wskaźnikałożyły się wyższa dynamika cen nośników energii oraz stabilizacja inflacji bazowej (2,3% r/r)



oraz dynamiki cen żywności. Oczekujemy, że publikacja danych o inflacji nie będzie miała istotnego wpływu na rynki finansowe.

✓ **W piątek opublikowane zostaną dane dotyczące zamówień w niemieckim przemyśle.** Zgodnie z konsensusem rynkowym, zwiększyły one w lipcu o 0,5% m/m wobec spadku o 1,0% w czerwcu. Tym samym dane zasygnalizują lekki wzrost aktywności w niemieckim przemyśle w lipcu, spójny z opublikowanymi wcześniej wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Dzisiaj rano poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się do 50,5 pkt. w sierpniu wobec 49,5 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,7 pkt.).** W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. W danych na uwagę zasługuje ponowny wzrost bieżącej produkcji, któremu towarzyszyło zwiększenie nowych zamówień. Jednocześnie dalszy spadek odnotowały nowe zamówienia eksportowe, choć w wolniejszym tempie niż w lipcu. Sugeruje to, że głównym źródłem ożywienia aktywności w chińskim przetwórstwie jest popyt wewnętrzny. W niedzielę opublikowany został z kolei wskaźnik NBS PMI, który zwiększył się w sierpniu do 49,4 pkt. wobec 49,3 pkt. w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (49,5 pkt.). Uważamy, że dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Dzisiaj rano opublikowany został indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, zwiększył się w sierpniu do 46,6 pkt. wobec 45,9 pkt. w lipcu, a tym samym ukształtował się on poniżej oczekiwań rynku (46,8 pkt.) oraz naszej prognozy (47,6 pkt.).** Dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa jest w naszej ocenie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji (patrz poniżej).

✓ **Dzisiaj poznamy finalne dane o PKB w Polsce.** Uważamy, że tempo wzrostu gospodarczego ukształtowało się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosło 3,4% r/r w II kw. wobec 3,2% w I kw. Uważamy, że głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kw. było zwiększenie dynamiki konsumpcji. Naszym zdaniem ożywienie inwestycji związane z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych oraz wyższy wkład eksportu netto również przyczyniły się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w II kw., lecz w mniejszym stopniu niż spożycie prywatne. Oczekujemy, że dzisiejsza publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

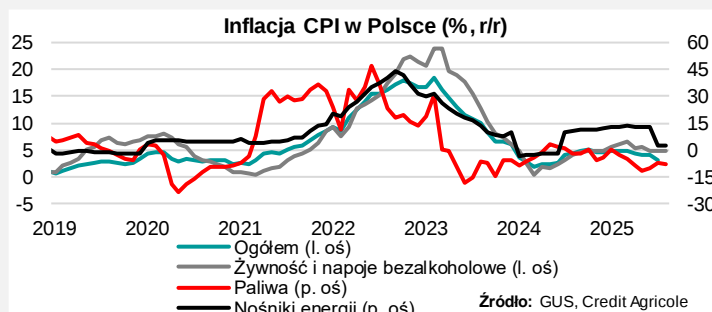
✓ **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** W marcu 2025 r. agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch zaznaczył wtedy, że obecny rating z jednej strony odzwierciedla zdywersyfikowaną gospodarkę, dobrą sytuację w zakresie bilansu płatniczego, stabilne dochody do budżetu państwa oraz silne fundamenty polskiej gospodarki wspierane przez członkostwo w UE. Z drugiej strony wskaźniki opracowane przez Bank Światowy dotyczące praworządności, poziom deficytu publicznego oraz PKB per capita kształtują się na relatywnie niskim poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi rating A. W ostatnim raporcie Fitch wskazał, że czynnikiem negatywnym dla oceny wiarygodności kredytowej mógłby być brak konsolidacji finansów publicznych podważający zaufanie do zdolności rządu do stabilizacji długu publicznego w średnim okresie na poziomie zbliżonym do państw o podobnym ratingu. W tym kontekście istotne są informacje dotyczące projektu budżetu państwa na 2026 r., które poznaliśmy w ubiegłym tygodniu. Rząd prognozuje, że relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB wzrośnie do 60,4% w 2025 r. i 66,8% w 2026 r. Z kolei deficyt sektora GG w 2025 r. ma wynieść 6,9% PKB oraz 6,5% PKB w 2026 r. Wszystkie te wartości kształtują się powyżej wcześniejszych oczekiwań, co najprawdopodobniej znajdzie odzwierciedlenie w bardziej pesymistycznym wydźwięku komunikatu agencji ratingowej w tym tygodniu. Niemniej jednak oczekujemy, że

agencja Fitch potwierdzi w tym tygodniu zarówno rating Polski, jak i jego perspektywę, co będzie neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

W zeszłym tygodniu

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się w lipcu do 4,8% r/r wobec 2,1% w czerwcu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (3,6%). Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych wzrosła w lipcu do 4,8% r/r wobec 2,2% w czerwcu i była wyższa od konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (3,5%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca. Tym samym pozostaje ona nadal poniżej swojego globalnego maksimum odnotowanego w kwietniu br. Do przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w cenach stałych w lipcu w porównaniu do czerwca w największym stopniu przyczyniło się zwiększenie dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” (10,7% r/r w lipcu wobec 7,7% w czerwcu) oraz „meble, rtv, agd” (15,3% wobec 10,2%). Jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym perspektywy popytu na dobra trwałego użytku pozostają korzystne (por. MAKROpuls z 25.08.2025). Dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym obserwowane obecnie ożywienie konsumpcji w Polsce ma trwały charakter i pozostanie ona najbardziej stabilnym źródłem wzrostu PKB w Polsce w najbliższych kwartałach. Niemniej dostrzegamy lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w III kw. br. (3,1% r/r wobec 3,8% w II kw. br.).

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce spadła w sierpniu do 2,8% r/r wobec 3,1% w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (2,9%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen



w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Spadek inflacji miał szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich raportowanych kategoriach: paliw (-7,7% r/r w sierpniu wobec -6,8% w lipcu), „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,8% wobec 4,9%) oraz „nośniki energii” (2,3% wobec 2,4%). Do spadku inflacji przyczyniło się również zmniejszenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w sierpniu do 3,0% r/r wobec 3,3% w lipcu. Sierpniowe dane o inflacji nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym średnioroczna inflacja CPI wyniesie 3,7% r/r w 2025 r. wobec 3,6% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie do 2,9%. Jednocześnie w całym horyzoncie naszej prognozy (tj. do końca 2026 r.) inflacja będzie kształtować się w paśmie odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% ±1 pkt proc.).

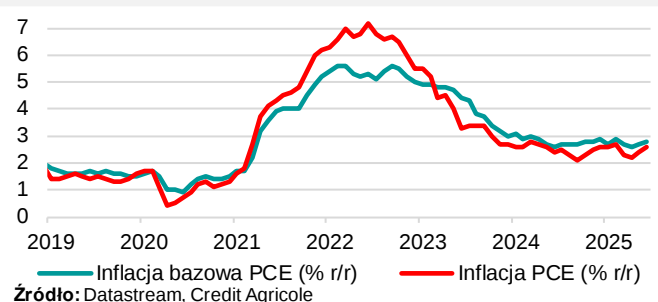
W ubiegłym tygodniu opublikowany został indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zwiększył się w sierpniu 89,0 pkt. wobec 88,6 pkt. w lipcu, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (88,6 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym nieznaczne pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Ze względu na niski punkt startowy po danych za II kw. dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w

Niemczech zwiększył się w III kw. do 0,1% wobec -0,3% w II kw. Jednocześnie prognozujemy, że w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 0,1% wobec spadku o -0,2% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA w II kw. została zrewidowana w górę do 3,3% wobec 3,0% w pierwszym szacunku i -0,5% w I kw. Rewizja w górę wynikała przede

wszystkim z wyższego wkładu inwestycji. Drugi szacunek PKB potwierdził tym samym, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. był wkład eksportu netto. Warto jednak zwrócić uwagę, że w I kw. eksport netto był głównym źródłem obniżenia dynamiki PKB. Wskazuje to, że realizacja części eksportu do USA w celu uniknięcia podwyższonych ceł została przesunięta z II kw. na I kw. Z tego powodu, ze względu na szum w danych, warto uśrednić tempo wzrostu w I i II kw. Takie podejście sugeruje wyraźnie spowolnienie tempa wzrostu aktywności w I poł. br. względem II poł. 2024 r., na co wskazuje również obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 2,6%, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w lipcu do 2,9% wobec 2,8%, a odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych wzrosła w lipcu do 0,3% wobec 0,2% w czerwcu. Naszym zdaniem wskazuje to, że wzrost presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce wspierany przez podwyższone cła. Miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w lipcu do -2,8% m/m wobec -9,4% w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-3,9%). Utrzymujący się w ostatnich miesiącach spadek wynika z efektów wysokiej bazy związanych z dużym zamówieniem na samoloty w firmie Boeing (por. MAKROMAPA z 30.06.2025). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w lipcu do 1,1% wobec 0,3% w czerwcu. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w lipcu do 4,1% r/r wobec 2,8% w czerwcu. Jej 3-miesięczna średnia ruchoma zwiększyła się do 3,6% wobec 2,5%. Uwzględniając utrzymujące się napięcia w światowym handlu uważamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane o sprzedaży nowych domów (652 tys. w lipcu wobec 656 tys. w czerwcu), które potwierdziły obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W ostatnich miesiącach jest ona dodatkowo ograniczana przez podwyższoną niepewność i obawy amerykańskich gospodarstw domowych o perspektywy inflacji oraz wzrostu gospodarczego. W ubiegłym tygodniu napłynęły również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Na jej pogorszenie wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, zmniejszył się w sierpniu do 58,2 pkt. wobec 61,7 pkt. w lipcu i 58,6 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek odnotował także indeks Conference Board, który obniżył się w sierpniu do 97,4 pkt. wobec 98,7 pkt. w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (96,3 pkt.). Zmniejszenie indeksu wynikało z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Wskaźniki koniunktury konsumenckiej pozostają tym samym wyraźnie poniżej poziomów sprzed tzw. Liberation Day, kiedy prezydent USA ogłosił silny wzrost ceł na towary eksportowane do USA. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w całym 2025 r. tempo wzrostu PKB w USA spowolni do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. przyspieszy do 2,0%.

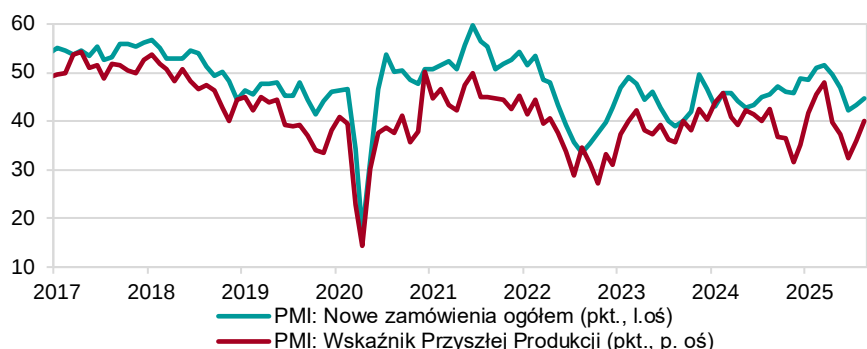




Polskie przetwórstwo nie traci ducha mimo słabych wyników

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 46,6 pkt. wobec 45,9 pkt. w lipcu, a tym samym ukształtował się on poniżej oczekiwań rynku (46,8 pkt.) oraz naszej prognozy (47,6 pkt.). Wzrost indeksu w sierpniu wynikał ze zwiększenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Mimo odnotowanego w sierpniu wzrostu indeks PMI od 4 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności.

W sierpniu utrzymywał się silny spadek bieżącej produkcji oraz nowych zamówień ogółem, w tym nowych zamówień eksportowych, przy czym jego skala była mniejsza niż w lipcu. Stanowi to pewne zaskoczenie, biorąc pod uwagę poprawiającą się koniunkturę w strefie euro, w tym w Niemczech. W warunkach obniżonego popytu ankietowane firmy redukowały zarówno zakupy, jak i zapasy dóbr pośrednich, przy czym w wolniejszym tempie niż przed miesiącem. W sierpniu przyspieszył natomiast spadek zatrudnienia, co może sugerować kontynuację procesów restrukturyzacyjnych w warunkach obniżonej aktywności w przetwórstwie. Warto odnotować, że mimo dekonunktury w przetwórstwie, składowe dla cen dóbr pośrednich i cen dóbr finalnych nie wykazują żadnych wyraźnych tendencji i w ostatnich miesiącach kształtują się wokół poziomu 50 pkt.



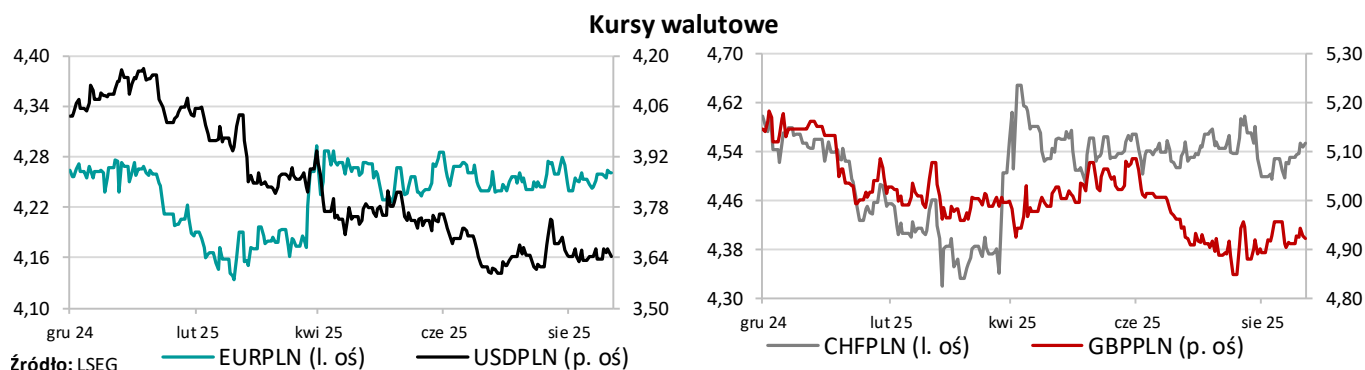
Źródło: S&P, Credit Agricole

Jedynym optymistycznym sygnałem płynącym z danych są oczekiwania ankietowanych firm dotyczące przyszłej aktywności. Indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy zwiększył się w sierpniu do najwyższego poziomu od marca 2025 r. i pozostaje wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. Ankietowane firmy uzasadniały to m.in.żywieniem na rynkach europejskich, funduszami KPO, uzupełnianiem zapasów, nowymi produktami i inwestycjami w zespoły sprzedaży.

Wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie obniżyła się w okresie lipiec-sierpień do 46,2 pkt. względem II kw. (47,4 pkt.). Dostrzegamy tym samym lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zwiększy się w III kw. do 3,7% r/r wobec 3,4% w II kw., a w całym 2025 r. wzrośnie do 3,6% wobec 2,9% w 2024 r.



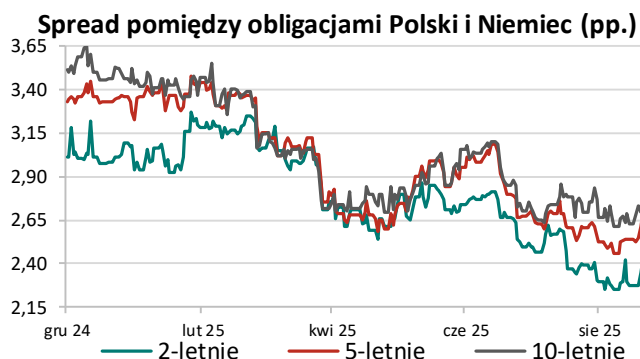
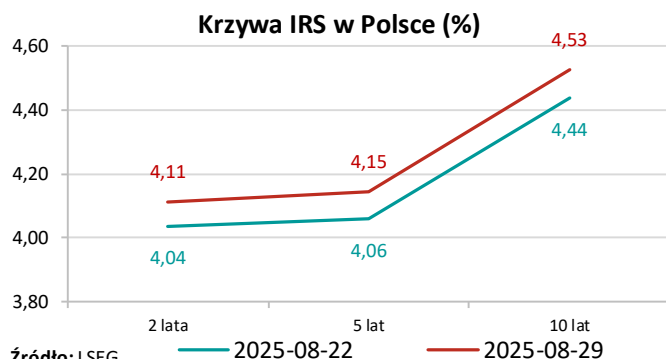
Brak obniżki stóp procentowych przez RPP może umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,2602. Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie bocznym. Z obniżoną zmiennością mieliśmy do czynienia również w przypadku kursu EURUSD.

W tym tygodniu w kierunku umocnienia złotego może oddziaływać dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Z aprecjacją złotego możemy mieć również do czynienia w sytuacji, gdy zrealizuje się nasza prognoza zakładająca utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez RPP. Podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może sprzyjać natomiast zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,11 (wzrost o 7pb), 5-letnie do 4,15 (wzrost o 9pb), a 10-letnie do 4,53 (wzrost o 9pb). W ubiegłym tygodniu doszło do zwiększenia stawek IRS, czemu sprzyjała publikacja projektu budżetu zakładającego istotny wzrost deficytu. Publikacja wstępnych danych o krajowej inflacji doprowadziła do lekkiego spadku stawek IRS, przy czym nie zdołała odwrócić ich trendu wzrostowego. W tym samym czasie obserwowany był łagodny spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych. W efekcie, w ubiegłym tygodniu zwiększył się spread pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami.

Dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Do ich zwiększenia może przyczynić się również oczekiwana przez nas decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Podwyższonej zmienności stawek IRS może sprzyjać również zwyczajowa konferencja prezesa NBP. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Fitch zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00
Kurs EURPLN*	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26
Kurs USDPLN*	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,66	3,65
Kurs CHFPLN*	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,56	4,48
Inflacja CPI (r/r, %)	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	2,8	0,8	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,5	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,6	0,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,2	-0,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	8,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-2276	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1838	651	-1075		
Eksport (r/r, %, EUR)	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	1,9	0,4	3,1	-1,9	4,2	1,9	3,6		
Import (r/r, %, EUR)	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	9,8	3,4	10,0	5,5	5,2	-0,2	1,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik		2025				2026				2024	2025	2026
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)		3,2	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)		2,5	3,8	3,1	3,0	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,1	3,0
Inwestycje (% r/r)		6,3	7,0	8,8	7,3	8,5	8,1	7,3	6,5	-2,2	7,4	7,4
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		1,1	2,9	3,4	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,0	5,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		3,5	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	4,1	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,2	1,8	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8	1,7
	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)***	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**		5,3	5,2	5,1	5,1	5,3	5,2	5,0	5,0	5,1	5,1	5,0
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,0	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,2	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)		10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,2	6,0
Inflacja CPI (%)*		4,9	4,1	3,0	2,9	2,7	3,0	3,0	3,0	3,6	3,7	2,9
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,84	5,23	4,98	4,85	4,48	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**		4,19	4,24	4,26	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**		3,87	3,60	3,65	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*		
				CA	RYNEK**	
Poniedziałek 01.09.2025 r.						
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	3,2	3,4	3,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	50,5	50,5	50,5
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	6,2		6,2
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Sierpień	3,3	3,0	3,0
Wtorek 02.09.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	2,0	2,1	2,0
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,3		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	48,0		49,0
Środa 03.09.2025 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Wrzesień	5,00	5,00	4,75
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	0,6		0,1
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-4,8		-1,4
Czwartek 04.09.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	0,3		0,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	104		68
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	50,1		51,0
Piątek 05.09.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-1,0		0,5
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	0,7		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,1	0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	1,4	1,4	1,4
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	4,2		4,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	73		75

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

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet