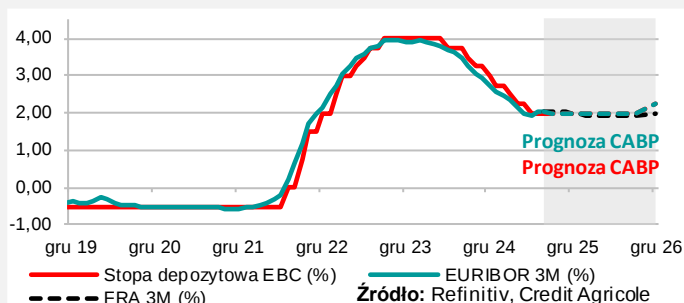


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że bank centralny utrzyma parametry polityki pieniężnej bez zmian. W naszym scenariuszu bazowym nie przewidujemy dalszego łagodzenia w najbliższych kwartałach.

Wydźwięk konferencji będzie naszym zdaniem wyważony i nie dostarczy informacji istotnie zmieniających prognozowaną przez nas ścieżkę stóp procentowych. Równolegle EBC zaktualizuje projekcje makroekonomiczne. Spodziewamy się jedynie nieznacznych zmian – możliwego, niewielkiego podniesienia prognozy inflacji ogółem przy stabilnej ścieżce inflacji bazowej. Naszym zdaniem prezes Ch. Lagarde podkreśli stabilność projekcji i podtrzyma tezę o powrocie zarówno inflacji ogółem, jak i bazowej w okolice celu w przyszłym roku. W komunikacji banku centralnego może wybrzmieć, że presja płacowa stopniowo słabnie, jednak tempo wzrostu wynagrodzeń wciąż pozostaje podwyższone. Uważamy, że posiedzenie EBC będzie miało ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.



W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. W czwartek opublikowana zostanie inflacja CPI za sierpień. Oczekujemy, że inflacja ogółem wyniosła 2,9% r/r wobec 2,7% w lipcu przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 3,1% r/r. Uważamy, że cła mają wciąż ograniczony wpływ na inflację, a jej wzrost w sierpniu wynikał głównie z wyższych dynamik cen żywności i nośników energii. W piątek poznamy wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że zwiększył się on nieznacznie do 58,5 pkt. we wrześniu z 58,2 pkt. Publikacje z USA będą naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

W piątek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w lipcu. Oczekujemy pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących do -1075 mln EUR wobec 651 mln EUR w czerwcu, będącego wynikiem przede wszystkim wyraźnie niższego salda obrotów towarowych (-723 mln EUR wobec 59 mln EUR w czerwcu). Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się do 3,6% r/r wobec 1,9% w czerwcu, a dynamika importu wzrosła do 1,9% r/r wobec -0,2%. Naszym zdaniem publikacja danych o bilansie płatniczym będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj opublikowane zostały dane z niemieckiej gospodarki. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lipcu do 1,3% wobec -0,1% w czerwcu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej była wyższa produkcja w przetwórstwie. Niemniej w trendzie spadkowym pozostaje produkcja w branżach energochłonnych. Z kolei saldo bilansu handlowego zmniejszyło się w lipcu do 14,7 mld EUR wobec 15,4 mld EUR w czerwcu. Dynamika eksportu obniżyła się w lipcu do -0,6% m/m wobec 1,1% w czerwcu, a dynamika importu spadła do -0,1% wobec 4,1%, co wskazuje na obniżenie aktywności w niemieckim handlu zagranicznym. W piątek opublikowane zostały również dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle, które zmniejszyły się o 2,9% m/m w lipcu wobec spadku o 0,2% w maju. W lipcu zmniejszyły się zarówno zamówienia krajowe (o 2,5% m/m), jak i zagraniczne (o 3,1%). W danych warto odnotować poprawiający się popyt w branży motoryzacyjnej. Lipcowe dane są spójne z lekką poprawą koniunktury w niemieckim przetwórstwie sygnalizowaną przez indeksy PMI. Uważamy, że dane z Niemiec są neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj poznaliśmy dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego zwiększyło się w sierpniu do 102,3 mld USD wobec 98,2 mld USD w lipcu. Spadek odnotowała natomiast dynamika importu (1,3% w sierpniu wobec 4,1% w lipcu) oraz eksportu (4,4% wobec 7,2%). Dane wskazują zatem na spowolnienie wzrostu aktywności w chińskim handlu zagranicznym w sierpniu, która pozostaje pod wpływem napięć w światowym handlu. Dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 3,4% r/r w II kw. wobec 3,2% r/r w I kw. 2024 r., kształtując się zgodnie ze wstępnym odczytem. Kwartałna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się w II kw. do 0,8% kw/kw wobec 0,7% w I kw. Do przyspieszenia tempa wzrostu PKB przyczyniły się wyższe wkłady konsumpcji prywatnej oraz eksportu netto, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji oraz zapasów. Wkład wydatków rządowych nie zmienił się w II kw. w porównaniu do I kw. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w II kw., podobnie jak w I kw., był wkład konsumpcji prywatnej. Największą niespodzianką w danych był spadek inwestycji o 1,0% r/r w II kw. wobec wzrostu o 6,3% w I kw. Uważamy, że za zmniejszenie inwestycji ogółem w II kw. odpowiadały głównie niższe publiczne nakłady na środki trwałe. Pomimo słabszych danych podtrzymujemy nasz scenariusz, że kolejne kwartały przyniosą ożywienie wzrostu inwestycji ogółem wspierane przede wszystkim przez wyższy wkład nakładów na środki trwałe związany z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych (por. MAKROpuls z 01.09.2025). Uwzględniając szczegółowe dane o PKB w II kw. zrewidowaliśmy strukturę wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach w kierunku większej kontrybucji konsumpcji i mniejszego wkładu inwestycji. Nasza prognoza dynamiki PKB pozostała jednak bez zmian (3,6% r/r w 2025 r., 3,3% w 2026 r. wobec 2,9% w 2024 r.).

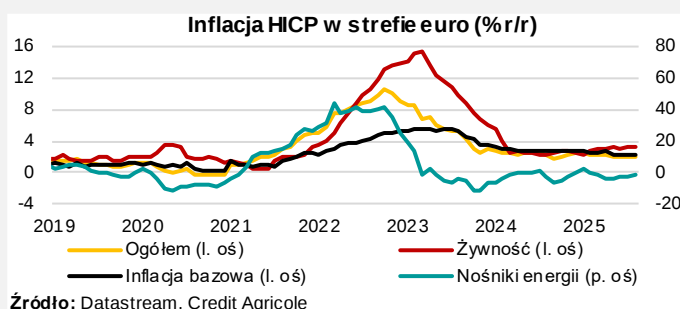
Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 46,6 pkt. wobec 45,9 pkt. w lipcu, a tym samym ukształtował się on poniżej oczekiwań rynku (46,8 pkt.) oraz naszej prognozy (47,6 pkt.). Wzrost indeksu w sierpniu wynikał ze zwiększenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji,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

Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25 pb (stopa referencyjna NBP wynosi 4,75%). Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi i niezgodna z naszą prognozą, która wskazywała na stabilizację stóp. Rada odnotowała, że „biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji, w ocenie Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP”. W komunikacie podtrzymano również ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od „napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej”. W trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu, prezes NBP Adam Glapiński podkreślał, że Rada zachowuje ostrożność w zakresie dalszego

luzowania polityki pieniężnej, wskazując na czynniki ryzyka dla kształtowania się inflacji, takie jak luźna polityka fiskalna i szybki przyrost długu publicznego, wciąż wysoka dynamika płac, obserwowane ożywienie konsumpcji oraz niepewność w zakresie cen energii. Zaznaczył również, że kolejne obniżki będą możliwe, jeśli prognozy zasygnalizują dalszy spadek inflacji, a istotnym czynnikiem dla perspektyw polityki pieniężnej będzie decyzja parlamentu w sprawie zamrożenia cen energii. W konsekwencji dokonaliśmy rewizji naszej prognozy ścieżki stóp procentowych i obecnie zakładamy obniżki stóp w listopadzie br., a następnie w marcu i maju 2026 r. (po 25 pb każda), co oznacza obniżenie docelowego poziomu stopy NBP do 4,00% wobec 4,25% w naszej wcześniejszej prognozie.

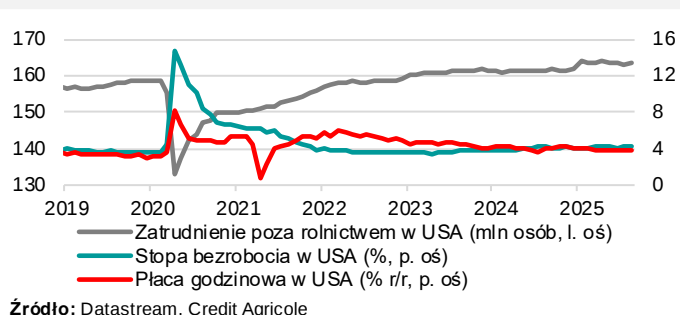
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w sierpniu do 2,1% r/r wobec 2,0% w lipcu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (2,0%) i zgodnie z naszą prognozą. Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii. Inflacja bazowa nie zmieniła

się i od maja br. pozostaje na poziomie 2,3% r/r. W danych na uwagę zasługuje obniżająca się dynamika cen usług, której spadek jest jednak kompensowany przez rosnącą dynamikę cen towarów. 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 istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w sierpniu o 22 tys. wobec wzrostu o 79 tys. w lipcu (rewizja w górę z 93 tys.) i ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (75 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia

odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+46,0 tys.) oraz w rekreacji i hotelarstwie (+28,0 tys.). Z kolei do najsilniejszego spadku zatrudnienia doszło w działalności profesjonalnej i usługach biznesowych (-17,0 tys.), przetwórstwie przemysłowym (-12,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (-16,0 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia zwiększyła się w sierpniu do 4,3% wobec 4,2% w lipcu i ukształtowała się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Nieznacznie zmniejszyła się dynamika wynagrodzenia godzinowego do 3,7% r/r w sierpniu wobec 3,9% w lipcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks ISM zwiększył się w sierpniu do 48,7 pkt. wobec 48,0 pkt. w lipcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (48,9 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (zatrudnienia, nowych zamówień, czasu dostaw oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla bieżącej produkcji. Warto odnotować, że składowa dla nowych zamówień powróciła powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od stycznia br., wskazując na ożywienie popytu w amerykańskim przetwórstwie. Słabe dane z rynku pracy stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej obniżkę stóp procentowych o 25pb na wrześniowym posiedzeniu FOMC.



Agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A-, ale obniżyła perspektywę ratingu ze stabilnej do negatywnej. W ocenie agencji, obecny rating z jednej strony odzwierciedla dużą, 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 agencja dostrzega rosnące

deficyt i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz kształtowanie się wskaźników opracowanych przez Bank Światowy dotyczących praworządności oraz PKB per capita na niższym poziomie w porównaniu z innymi krajami posiadającymi podobny rating. Zmiana perspektywy to reakcja na pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych osiągnął 6,6% PKB w 2024 r., a w kolejnych latach Fitch przewiduje utrzymywanie się deficytu powyżej 6% PKB, znacznie powyżej wcześniejszych rządowych planów i prognoz agencji. Co więcej, wydatki budżetowe stają się coraz mniej elastyczne – rosną wydatki na obronę narodową, świadczenia społeczne, płace w sektorze publicznym oraz koszty obsługi długu – co sprawia, że przestrzeń do konsolidacji fiskalnej jest ograniczona. Kwestie polityczne również nie sprzyjają konsolidacji fiskalnej – weto prezydenta wobec części ustaw i niechęć do podwyżek podatków utrudniają działania naprawcze w okresie przedwyborczym. Fitch wskazuje, że perspektywa mogłaby zostać z powrotem podniesiona w przypadku wiarygodnej konsolidacji prowadzącej do stabilizacji długu, natomiast dalsze pogorszenie ścieżki fiskalnej lub wyższe koszty finansowania mogłyby doprowadzić do obniżki ratingu. Naszym zdaniem zmiana perspektywy przez Fitch na negatywną jest ważnym sygnałem ostrzegawczym, zwłaszcza w kontekście kolejnej oceny wiarygodności ratingowej przez Moody's zaplanowanej na 19 września. Decyzja agencji Fitch będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i spadku cen obligacji w tym tygodniu.



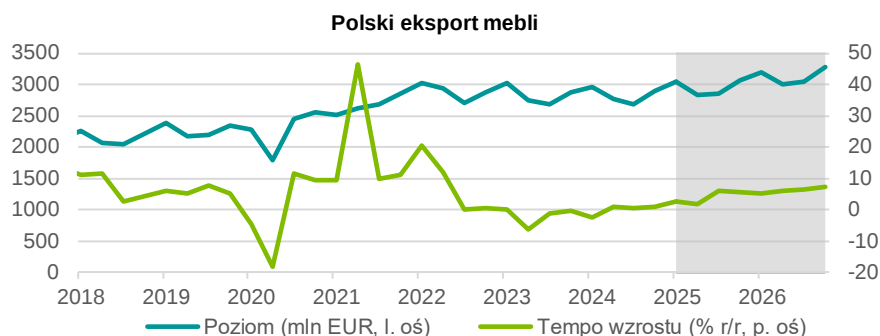
Poprawiają się perspektywy aktywności w branży meblarskiej

W ostatnich latach aktywność w polskiej branży meblarskiej pozostawała na obniżonym poziomie, co w dużym stopniu wynikało z negatywnego wpływu szoków związanych z pandemią COVID-19 oraz wybuchem wojny w Ukrainie. Przedmiotem poniższej analizy jest kompleksowa ocena perspektyw tej branży w kolejnych kwartałach.

Polska branża meblarska charakteryzuje się wysokim uzależnieniem od eksportu. Zgodnie z danymi PONT Info w 2024 r. sprzedaż eksportowa odpowiadała za 64% całkowitych przychodów ze sprzedaży tego sektora. Co więcej, w dużych firmach (zatrudniających powyżej 250 pracowników) odsetek ten był jeszcze wyższy i wyniósł 71%. Choć koniunktura na rynkach zagranicznych jest dominującym czynnikiem wpływającym na sytuację w branży, to dla wielu, szczególnie mniejszych firm, sprzedaż na rynek krajowy pozostaje ważnym elementem działalności. Stąd naszą analizę podzieliliśmy na dwie części. W pierwszej analizujemy perspektywy popytu zagranicznego na polskie meble, podczas gdy w drugiej koncentrujemy się na popycie krajowym.

Głównym odbiorcą polskiego eksportu mebli są Niemcy, które w 2024 r. odpowiadały aż za 35,1% jego wartości, wyraźnie wyprzedzając kolejnych odbiorców takich jak Francja (7,6%), Holandia (7,1%) i Czechy (4,4%). Wskazuje to, że koniunktura na rynku niemieckim jest głównym czynnikiem wpływającym na polski eksport mebli. Z tego powodu, oszacowaliśmy model ekonometryczny, w którym wartość polskiego eksportu w tej kategorii objaśniamy przez następujące zmienne:

- **Dynamika PKB w Niemczech.** Celem tej zmiennej jest przełożenie aktywności w niemieckiej gospodarce na popyt na polski eksport mebli.
- **Czynniki sezonowe.** Polski eksport mebli charakteryzuje się silnym wzorcem sezonowości na ogół osiągając maksimum w IV kw., a minimum w II kw. Celem tej zmiennej jest uwzględnienie tych wahań w modelu.
- **Zmienna binarna reprezentująca zakłócenia w eksporcie mebli związane z pandemią COVID-19.** Jej celem jest wyłączenie wpływu obserwacji nietypowych związanych z pandemią na oszacowania modelu.



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

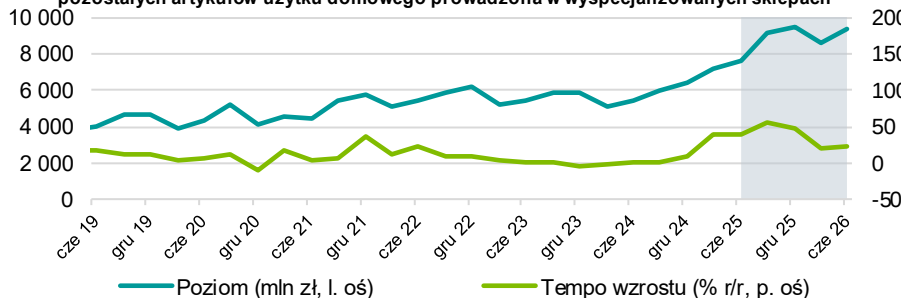
31.03.2025). W efekcie, prognozujemy, że dynamika wartości polskiego eksportu mebli w kolejnych kwartałach będzie kształtowała się w łagodnym trendzie wzrostowym. W konsekwencji, w całym 2025 r. wyniesie ona 4,1% wobec 0,1% w 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 6,2%.

W drugiej części naszej analizy krajowy popyt na meble przybliżyliśmy kwartalnymi przychodami netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”. Źródłem danych jest PONT Info i dotyczą one firm zatrudniających co najmniej 50 osób. Popyt w tej kategorii można zdekomponować na dwie składowe. Pierwszą składową jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont i potrzebują je urządzić. Drugą składową popytu jest popyt zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które doposażają swoje mieszkanie (dom) lub wymieniają dobra trwałego użytku na nowsze. Takie podejście pozwala ująć szerokie spektrum popytu.

Źródłem naszej prognozy dotyczącej perspektyw popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku był model ekonometryczny, w którym przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach” objaśniliśmy przez następujące zmienne:

- **Mieszkania i domy w budowie (opóźnione o 4 kwartały).** Celem tej zmiennej jest przybliżenie popytu na meble zgłaszanego przez gospodarstwa domowe, które wprowadzają się do nowego mieszkania (domu) lub robią jego generalny remont. Im więcej mieszkań i domów w budowie, tym wyższy przyszły popyt na meble.
- **Kredyt konsumpcyjny (opóźniony o 2 kwartały).** Zmienna ta przybliża popyt na dobra trwałe zgłaszany przez gospodarstwa domowe, które finansują ich zakup kredytem konsumpcyjnym. W konsekwencji, im wyższe tempo wzrostu wolumenu udzielanych kredytów konsumpcyjnych, tym wyższa sprzedaż detaliczna mebli.
- **Kurs EURPLN (opóźniony o 1 kwartał).** Branża meblarska w Polsce charakteryzuje się wysokim udziałem sprzedaży na eksport w strukturze przychodów. W konsekwencji, wzrost kursu EURPLN prowadzi do zwiększenia konkurencyjności polskiego eksportu. To z kolei podbija krajowe ceny prowadząc do wzrostu nominalnej sprzedaży.

Przychody netto ze sprzedaży w kategorii "sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach"



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

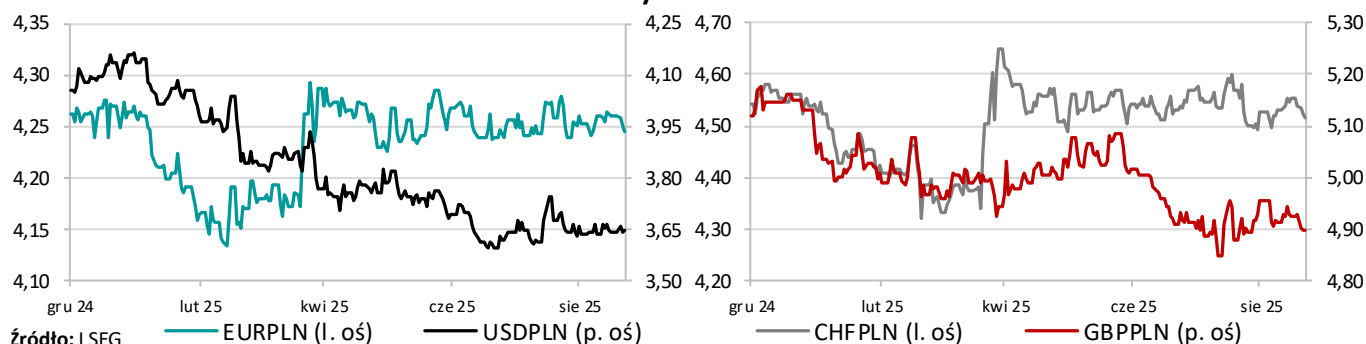
Zgodnie z naszą prognozą uważamy, że w nadchodzących kwartałach dojdzie do istotnego wzrostu przychodów netto z krajowej sprzedaży w kategorii „sprzedaż detaliczna mebli, sprzętu oświetleniowego i pozostałych artykułów użytku domowego prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach”. Będzie on wynikał z oczekiwanego przez nas

przyspieszenia aktywności w budownictwie mieszkaniowym, jak również silniejszej akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Będą one wspierane przez kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP, jak również poprawiającą się koniunkturę konsumencką. W 2025 r. czynnikiem wspierającym sprzedaż w tej kategorii będzie również prognozowana przez nas nieznaczna przejściowa deprecjacja złotego względem euro (prognozujemy, że kurs EURPLN wzrośnie do 4,28 na koniec 2025 r. i następnie spadnie do 4,24 na koniec 2026 r.).

Podsumowując uważamy, że w kolejnych kwartałach dojdzie do wyraźnego wzrostu aktywności w branży meblarskiej wspieranego zarówno przez silniejszy popyt zagraniczny, jak i ożywienie popytu krajowego. Głównym czynnikiem ryzyka dla perspektyw polskiej branży meblarskiej (zarówno na rynkach zagranicznych jak i na rynku krajowym) jest konkurencja ze strony Chin, będących największym światowym eksporterem mebli (por. MAKROMAPA z 19.05.2025). Należy jednak zauważyć, że udział Chin w unijnym rynku mebli od lat pozostaje stabilny i jak na razie nie dostrzegamy sygnałów świadczących o rosnącej presji konkurencyjnej z tego kierunku.

Obniżenie perspektywy ratingu Polski negatywne dla złotego

Kursy walutowe



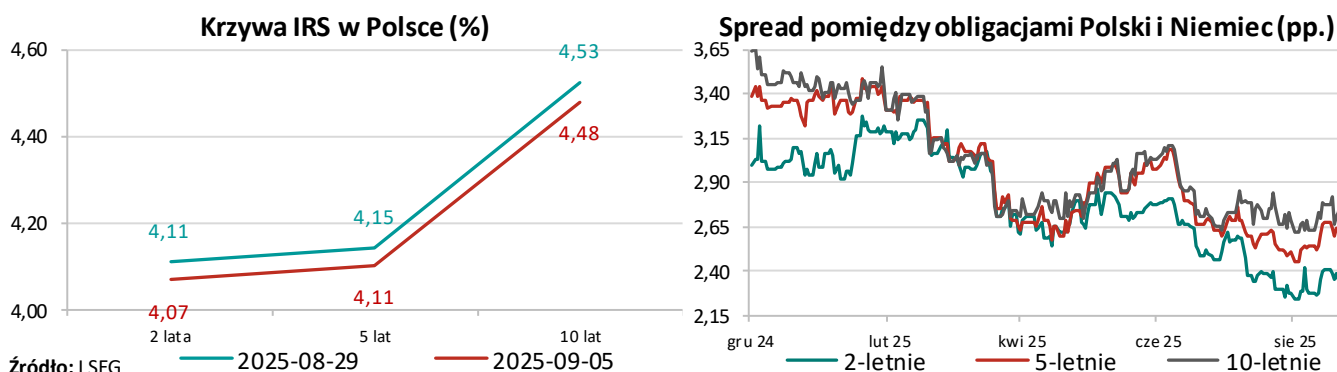
Źródło: LSEG

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN obniżył się do poziomu 4,2489 (umocnienie złotego o 0,3%). W pierwszej części tygodnia obserwowaliśmy lekkie umocnienie złotego i innych walut regionu wspierane przez publikację słabszego od oczekiwań indeksu ISM dla przetwórstwa w USA. Decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych nie miała istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W czwartek lekka aprecjacja złotego była kontynuowana, wspierana przez mniej gołębi od oczekiwań wydźwięk konferencji prezesa NBP. W piątek trend był kontynuowany z uwagi na słabsze dane z rynku pracy w USA. Z kolei kurs EURUSD kształtował się przez większość czasu w trendzie bocznym, jednak na koniec tygodnia dolar znacząco osłabił się względem euro po publikacji danych o zatrudnieniu poza rolnictwem.

Opublikowana w piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski na poziomie A- oraz obniżeniu jego perspektywy do negatywnej może przyczynić się do osłabienia kursu złotego. Ważna z punktu

widzenia kształtowania się kursu złotego będzie czwartkowa konferencja EBC. Niemniej jednak, w przypadku materializacji naszej i zgodnej z konsensusem prognozy zakładającej brak zmian w polityce pieniężnej, powinna być ona neutralna dla kursu złotego. Publikacje danych makroekonomicznych w tym tygodniu nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Obniżona perspektywa ratingu Fitch negatywna dla cen obligacji



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do 4,07 (spadek o 4pb), 5-letnie do 4,11 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 4,48 (spadek o 5pb). W pierwszej części tygodnia doszło do dalszego lekkiego zwiększenia stawek IRS, co było kontynuacją tendencji obserwowanych dwa tygodnie temu po publikacji projektu budżetu zakładającego istotny wzrost deficytu. Po środowym posiedzeniu RPP stawki IRS nieznacznie obniżyły się, co było powiązane z nasileniem oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. W piątek, po publikacji znacząco słabszych oczekiwań danych z rynku pracy w USA obserwowaliśmy obniżenie krzywej IRS.

Opublikowana w piątek decyzja agencji Fitch o utrzymaniu ratingu Polski na poziomie A- oraz obniżeniu jego perspektywy do negatywnej może przyczynić się do wzrostu rentowności obligacji. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień wydarzenia zarówno krajowe, jak i zagraniczne, będą miały ograniczony wpływ na krzywą dochodowości.

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	4,75
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	3,64	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	4,55	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	3,8	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	4,4	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,6	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	-1,0	5,5	7,5	8,6	10,9	7,2	6,5	-2,2	4,9	8,0
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,1	1,5	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	1,9	5,4
Import (ceny stałe, % r/r)	3,5	2,6	2,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,2	2,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,2	0,9	1,7	1,1	1,6	1,1	1,5	-0,4	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,4
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	4,73	4,60	4,35	4,10	4,10	4,11	5,84	4,60	4,11
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	5,75	4,50	4,00
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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 08.09.2025 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	98,2		99,2
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,9		1,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	14,9		15,4
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	-3,7		
Środa 10.09.2025 r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-3,6		-2,9
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	0,0		-0,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	0,2		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	0,3		
Czwartek 11.09.2025 r.						
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	2,15	2,15	2,15
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	229		
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,3	0,3	0,3
Piątek 12.09.2025 r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Lipiec	651	-1075	-352
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	58,2	58,5	59,3

* 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