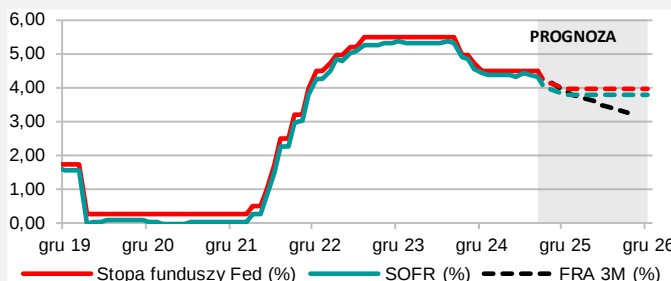


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed wznowi cykl łagodzenia polityki pieniężnej i obniży docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25pb do [4,00%; 4,25%], co jest spójne z konsensusem i wyceną kontraktów terminowych. Obniżka zmaterializuje się pomimo wciąż podwyższonej inflacji. Głównym argumentem na rzecz takiej decyzji będzie wyraźne ochłodzenie sytuacji na rynku pracy (patrz poniżej). Uważamy, że skala pogorszenia danych z rynku pracy nie jest jednak wystarczająca, by skłonić większość członków Fed do obniżki stóp procentowych o 50pb w tym tygodniu. Przewidujemy, że wydźwięk komunikatu i konferencji prasowej pozostanie ostrożny, bez deklaracji dalszego znaczącego luzowania polityki pieniężnej. J. Powell może powtórzyć, że Fed nie porusza się na „z góry ustalonym kursie” i podkreśli zależność kolejnych decyzji od napływających danych. Najnowsze prognozy inflacji i stopy bezrobocia prawdopodobnie nie ulegną znaczącym rewizjom względem czerwca. Naszym zdaniem oczekiwany przez członków FOMC poziom stóp procentowych na koniec 2025 r. pozostanie bez zmian (implikując jeszcze jedną obniżkę), a mediana oczekiwań na 2026 r. zostanie obniżona o 25pb, co implikowałoby kolejne dwie obniżki w przyszłym roku, wobec trzech wycenianych obecnie przez rynek. W efekcie projekcja może ostudzić oczekiwania inwestorów na głębokie łagodzenie polityki pieniężnej, co byłoby negatywne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

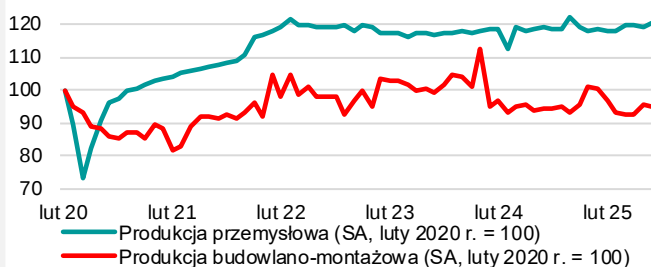


Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej.

Prognozujemy, że pomimo poprawy koniunktury w przetwórstwie dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 0,8% r/r wobec 2,9% w lipcu z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych.

Ponadto oczekujemy, że wspomniane efekty statystyczne przyczynią się również do spadku dynamiki produkcji budowlano-montażowej do 0,1% r/r w sierpniu wobec z 0,6% w lipcu. Materializacja naszych, niższych od konsensusu prognoz będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do 0,2% m/m w sierpniu wobec 0,5% w lipcu. Byłby to już trzeci z rzędu wzrost sprzedaży, ale o bardziej umiarkowanej skali, co potwierdza utrzymujący się, choć stonowany wzrost konsumpcji. Jednocześnie prognozujemy, że produkcja przemysłowa obniżyła się o 0,3% m/m w sierpniu wobec spadku o 0,1% w lipcu, co wynikało m.in. z niższego zapotrzebowania na energię elektryczną (np. chłodzenie) przy łagodniejszych warunkach pogodowych oraz z niższej aktywności w przemyśle przetwórczym. W sektorze budownictwa mieszkaniowego spodziewamy się spadku liczby rozpoczętych budów do 1360 tys. wobec 1428 tys. w lipcu oraz wzrostu liczby nowych pozwoleń na budowę do 1369 tys. wobec 1362 tys. w

lipcu. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **W czwartek opublikowane zostaną sierpniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się do -0,7% r/r wobec -0,9% w lipcu. Oczekujemy ponadto, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się do 8,1% r/r w sierpniu z 7,6% w lipcu w związku z wygaśnięciem efektów wysokiej bazy w górnictwie i energetyce. Publikacja danych z rynku pracy, choć ważna dla oceny perspektyw konsumpcji, będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o sierpniowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% w lipcu. 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 obniżenia inflacji ogółem przyczynił się również spadek inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła 3,0% r/r wobec 3,3% w lipcu. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **Dzisiaj rano opublikowane zostały dane z Chin.** Dynamiki produkcji przemysłowej (5,2% r/r w sierpniu wobec 5,7% w lipcu), sprzedaży detalicznej (3,4% wobec 3,7%) oraz inwestycji w aglomeracjach miejskich (0,5% wobec 1,6%) wskazały na obniżenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce w sierpniu w porównaniu do lipca. Dane sygnalizują tym samym, że pozytywny efekt uruchomionych w poprzednich kwartałach narzędzi fiskalnych takich jak subsydiowana wymiana sprzętu rtv, agd w chińskich gospodarstwach domowych (por. MAKROmapa z 28.07.2025), czy też przyspieszonych obrotów handlowych w celu uniknięcia podwyższonych ceł we wzajemnym handlu z USA wyczerpuje się. Dane stanowią tym samym ryzyko w dół naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,8% wobec 5,0% w 2024 r. Jednocześnie opublikowane dzisiaj dane są naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

✓ **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** W marcu 2025 r. agencja utrzymała rating Polski na poziomie A2 z perspektywą stabilną. W swoim raporcie agencja Moody's podkreśliła wówczas, że szybszy od oczekiwań wzrost zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych byłby czynnikiem negatywnym dla oceny wiarygodności kredytowej. Warto przypomnieć, że agencja prognozowała wtedy, że deficyt sektora general government zmniejszy się do 5,8% PKB w 2025 r. Uważamy, że w odpowiedzi na pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych Moody's – podobnie jak Fitch dwa tygodnie temu – zmieni perspektywę ratingu Polski ze stabilnej na negatywną, utrzymując jednocześnie niezmienny rating. Taka decyzja byłaby negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji. W raporcie Moody's najprawdopodobniej odnotuje również kwestie naruszenia polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony. Agencja zwracała już wcześniej uwagę, że choć w scenariuszu bazowym nie zakłada konfliktu zbrojnego NATO-Rosja, każdy bezpośredni atak militarny na Polskę skutkowałby natychmiastową, negatywną decyzją ratingową, najpewniej wielostopniową obniżką.

W zeszłym tygodniu

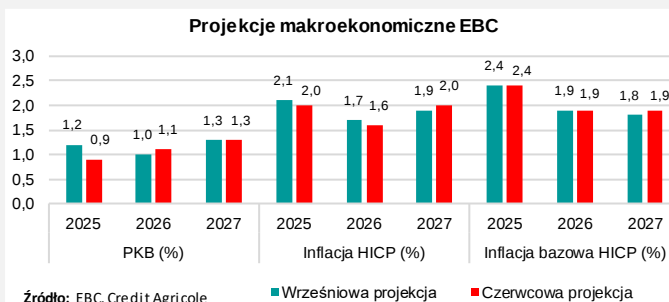
✓ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w lipcu do -1335 mln EUR wobec 651 mln EUR w czerwcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (-352 mln EUR) i naszej prognozy (-1075 mln EUR).** Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało ze

zmniejszenia salda 3 z 4 jego głównych składowych: obrotów towarowych (o 1324 mln EUR), usług (o 450 mln EUR) i dochodów pierwotnych (o 444 mln EUR), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo dochodów wtórnych (o 232 mln EUR). Jednocześnie odnotowano wzrost dynamiki eksportu (2,7% r/r w lipcu wobec 1,9% w czerwcu) oraz importu (3,0% wobec -0,2%). W komunikacie powtórzono zapis, zgodnie z którym zwiększonej aktywności w polskim handlu zagranicznym sprzyja poprawiająca się koniunktura na głównych rynkach eksportowych. Jednocześnie w komunikacie odnotowano zwiększony eksport w branży motoryzacyjnej. Ponadto zwrócono uwagę na wzrost eksportu zabawek, odzieży oraz produktów farmaceutycznych. Zgodnie z komunikatem zwiększona sprzedaż zagraniczna w tych kategoriach miała w dużej mierze charakter reeksportu. Warto zauważyć, że są to towary, w których produkcji specjalizują się Chiny. Dane wspierają zatem naszą ocenę, zgodnie z którą Chiny w warunkach trudności ze sprzedażą na rynek amerykański będą dążyły do reorientacji swojego eksportu, m.in. do Europy. Jednocześnie komunikat NBP wskazuje na utrzymujący się spadek polskiego eksportu towarów konsumpcyjnych trwałego użytku oraz towarów zaopatrzeniowych, w szczególności metali. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w III kw. do -0,2% wobec -0,9% w II kw.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC pozostawił stopy procentowe na niezmienionym poziomie, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,15%, a stopa depozytowa 2,00%.

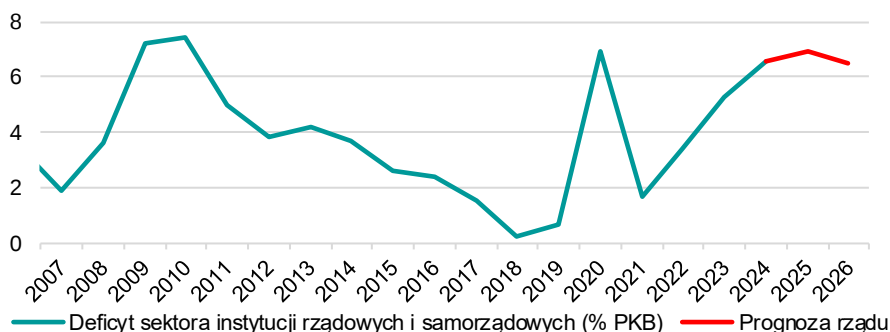
W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, zmiany inflacji bazowej oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie EBC powtórzył, że nie deklaruje on z góry określonej ścieżki stóp procentowych. Po posiedzeniu opublikowana została również wrześniowa projekcja EBC. Ścieżka PKB uległa nieznacznemu podwyższeniu w 2025 r. i lekkiemu obniżeniu w 2026 r., podczas gdy prognoza na 2027 r. nie uległa zmianie. Nieznacznie podniesiono prognozy inflacji HICP ogółem na lata 2025 – 2026, podczas gdy prognoza inflacji bazowej na ten okres nie zmieniła się. Podczas konferencji prasowej, prezes EBC Ch. Lagarde podkreśliła, że decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą z posiedzenia na posiedzenie, a EBC nie zakłada z góry konkretnej ścieżki stóp procentowych. Treść komunikatu po posiedzeniu, wyniki wrześniowej projekcji, a także wypowiedzi szefowej EBC Ch. Lagarde stanowią wsparcie dla naszego scenariusza bazowego, który zakłada, że w czerwcu br. EBC zakończył cykl łagodzenia polityki pieniężnej, a najbliższą zmianą stóp procentowych będzie ich podwyżka pod koniec 2026 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI w USA zwiększyła się w sierpniu do 2,9% r/r wobec 2,7% w lipcu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji była wyższa dynamika cen nośników energii (0,2% r/r wobec -1,6%). Inflacja bazowa nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 3,1%. Nie zmieniło się również odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych, które



wyniosło 0,3%. Uwzględniając, że w ujęciu zannualizowanym wzrost ten wynosi aż 3,7% wskazuje to na podwyższoną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowano również dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych, których liczba zwiększyła się do 263 tys. wobec 236 tys. w dwa tygodnie temu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (234 tys.). Jednocześnie jest to ich najwyższa wartość od października 2021 r. Głębsza analiza danych wskazuje jednak, że za wzrost ten odpowiadał tylko jeden stan (Teksas). Tym samym dane te nie sygnalizują szerokiego zakresu geograficznego pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Niemniej w połączeniu z opublikowanymi dwa tygodnie temu słabymi danymi o zatrudnieniu poza rolnictwem (por. MAKROmapa z 08.09.2025), mogą stanowić one argument dla Fed na rzecz obniżenia stóp procentowych w tym tygodniu (patrz powyżej). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się we wrześniu do 55,4 pkt. wobec 58,2 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (58,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań, przy czym obniżenie składowej dla oczekiwań było znacznie silniejsze. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 4,8% r/r (w okresie styczeń-sierpień średnia wartość tej mediany wyniosła 5,0%, a w całym 2024 r. 2,9%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w III kw. do 1,1% wobec 3,3% w II kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

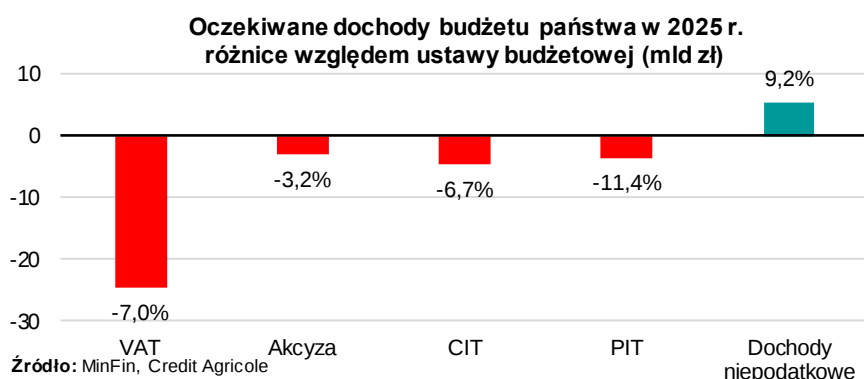
Czy deficyt sektora finansów publicznych przekroczy 7% PKB?



Źródło: Datastream, MinFin, Credit Agricole

Dwa tygodnie temu agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A-, ale obniżyła perspektywę ratingu ze stabilnej do negatywnej. Agencja uzasadniła zmianę perspektywy pogorszeniem 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. W ocenie agencji kwestie polityczne również nie sprzyjają konsolidacji fiskalnej. Weto prezydenta wobec części ustaw i niechęć do podwyżek podatków utrudniają działania naprawcze w okresie przedwyborczym. Fitch dodatkowo zaznaczył, że dalsze pogorszenie ścieżki fiskalnej lub wyższe koszty finansowania mogłyby doprowadzić do obniżki ratingu. Warto jednak zauważyć, że na tle pozostałych dwóch głównych agencji Fitch zachowywał dotychczas bardziej stabilne podejście do oceny Polski. Podczas gdy Standard & Poor's już w styczniu 2016 r. obniżył rating Polski i nadał mu perspektywę negatywną, wskazując na osłabienie instytucji państwowych, a Moody's w maju 2016 r. zmienił perspektywę ratingu na negatywną, powołując się na ryzyka fiskalne oraz pogorszenie klimatu inwestycyjnego, Fitch niezmiennie utrzymywał ocenę A- ze stabilną perspektywą. Dlatego zmiana perspektywy przez Fitch – który w przeszłości uchodził raczej za agencję mniej skłoną do szybkich negatywnych reakcji – jest naszym zdaniem ważnym sygnałem ostrzegawczym w kontekście sytuacji finansów publicznych.



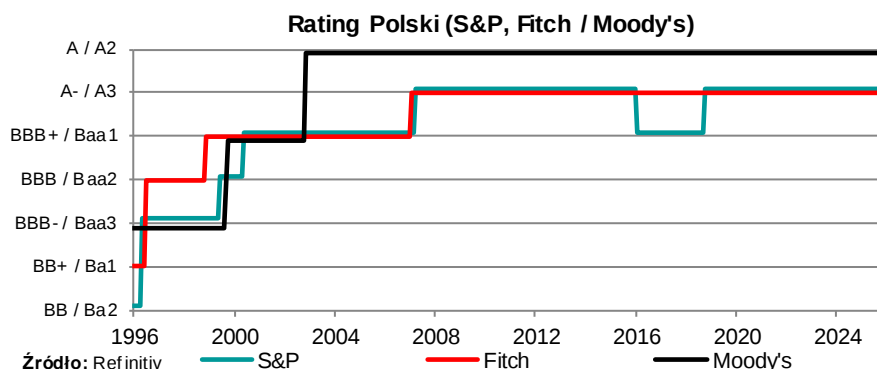
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024 r. okazał się znacząco wyższy od wcześniejszych założeń. Najnowsze szacunki na 2025 r. również pokazują znaczącą rozbieżność wobec wcześniejszych prognoz: rząd spodziewa się deficytu na poziomie 6,9% PKB, czyli wyraźnie powyżej zakładanego jeszcze w kwietniu br. poziomu około 6,3%

PKB. Ministerstwo Finansów szacuje, że dochody budżetu państwa w 2025 r. będą istotnie niższe od założeń przyjętych w ustawie budżetowej. Luka dochodowa szacowana jest na około 29 mld zł, czyli 4,7% w stosunku do planu. Największe rozbieżności dotyczą wpływów podatkowych, w szczególności z podatku VAT (o 24,5 mld zł mniej niż zakładano), akcyzy (-3,1 mld zł), podatku CIT (-4,7 mld zł) oraz podatku PIT (-3,6 mld zł). Nasze równoległe szacunki w oparciu o prognozowaną zmianę bazy podatkowej sygnalizują podobną skalę ubytku dochodów podatkowych. Jedynym obszarem, w którym przewiduje się korzystniejsze wyniki, są dochody niepodatkowe. Zgodnie z szacunkiem rządu mogą one być wyższe o ponad 5 mld zł dzięki większym wpływom z dywidend oraz z działalności państwowych jednostek budżetowych. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla realizacji dochodów w najbliższych miesiącach są napięcia geopolityczne. W ubiegłym tygodniu Polska zestrzeliła rosyjskie drony naruszające jej przestrzeń powietrzną i zainicjowała konsultacje NATO z art. 4. Takie wydarzenia mogą oddziaływać w kierunku pogorszenia nastrojów konsumentów i klimatu inwestycyjnego w najbliższych miesiącach, a co za tym idzie wolniejszego wzrostu aktywności gospodarczej i bazy podatkowej względem rządowej ścieżki. Szacujemy, że spadek dynamiki konsumpcji o 1 pkt. proc. w skali całego roku oddziaływałby w kierunku obniżenia dochodów budżetu państwa i wzrostu deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych o ok. 0,1% PKB.

Według rządu niższe od planowanych dochody w br. nie muszą automatycznie oznaczać wyższego deficytu. Ministerstwo Finansów podkreśla, że realizacja budżetu podlega systematycznej weryfikacji wydatków, co wynika zarówno z ustawy o finansach publicznych, jak i z przyjętej praktyki oszczędnego gospodarowania środkami. W tym kontekście istotną rolę odgrywają tzw. naturalne oszczędności, czyli niewykonanie części wydatków w danym roku budżetowym. W przeszłości skala takich oszczędności była znacząca – w 2023 r. sięgnęła 4,9% (33,8 mld zł), a w 2024 r. 3,7% (32,1 mld zł). Rząd wskazuje, że podobne zjawisko będzie mieć miejsce również w 2025 r., co pozwoli zrekompensować część ubytku po stronie dochodów. W tym kontekście ważna jest dobra, w ocenie rządu, sytuacja finansowa Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, co oznacza, że dotacja z budżetu państwa będzie wyraźnie niższa od założeń. Uwzględniając inne oszczędności w br. Ministerstwo Finansów prognozuje, że mimo niższych dochodów, wydatki budżetowe okażą się istotnie niższe od pierwotnych założeń, a deficyt budżetu państwa nie przekroczy wartości zapisanej w ustawie budżetowej, tj. 288,8 mld zł. Tym samym uważamy, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych najprawdopodobniej nie przekroczy 7% PKB w br., a ustawa budżetowa na 2025 r. najprawdopodobniej nie będzie wymagała nowelizacji.

W przeciwieństwie do 2025 r., sytuacja w finansach publicznych w 2026 r. charakteryzuje się naszym zdaniem dużo większą niepewnością. Zgodnie z projektem budżetu, rząd prognozuje, że w 2026 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 6,5% PKB. Osiągnięcie takiego wyniku wymaga jednak podniesienia podatków. Obecnie rząd proceduje projekt ustawy o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw, z planowanym wejściem w życie 1 stycznia 2026 r. Projekt przewiduje: (1) aktualizację „akcyzowej mapy drogowej” – podwyżkę stawek akcyzy na alkohol etylowy, piwo, wino, napoje fermentowane i wyroby pośrednie o 15% w 2026 r. względem stawek z 2025 r. oraz o kolejne 10% r/r w 2027 r.; (2) podniesienie zryczałtowanej stawki PIT od wygranych (w konkursach, grach

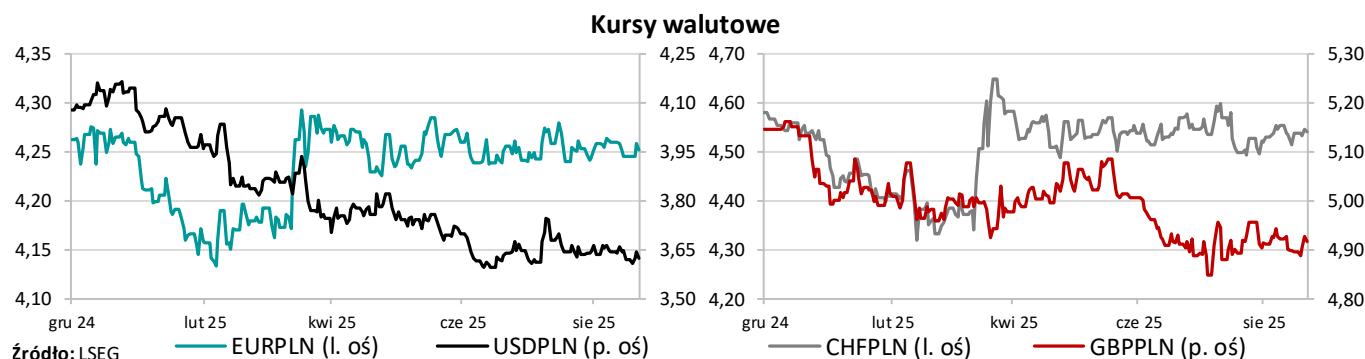
i zakładach wzajemnych oraz nagród związanych ze sprzedażą premią z 10% do 15% ; (3) „urealnienie” opłaty od środków spożywczych (tzw. opłaty cukrowej). W Ocenie Skutków Regulacji ministerstwo szacuje dodatkowe dochody sektora związane z wprowadzeniem tych podatków na ok. 2,97 mld zł w 2026 r. (w tym 2,12 mld zł zasilające budżet państwa i 0,85 mld zł trafiające do NFZ). Ministerstwo zastrzega jednocześnie, że materializacja wpływów jest obciążona ryzykiem (m.in. wzrost szarej strefy, efekt „zatowarowania” przed podwyżką, większy od prognozowanego spadek sprzedaży). Ponadto rząd planuje podwyższenie CIT dla banków do 30% w 2026 r., które ministerstwo wiąże z wpływem 6,6 mld zł dodatkowych dochodów w 2026 r.



Jednocześnie prezydent K. Nawrocki zapowiedział weto wobec ustaw podnoszących podatki co zwiększa ryzyko nieuchwalenia tych ustaw. Sumarycznie to ok. 9,6 mld zł potencjalnie zagrożonych dochodów budżetowych, tj. 0,23% PKB. Dodatkowym czynnikiem ryzyka będą wspomniane wyżej napięcia geopolityczne, które mogą negatywnie wpływać na dochody

budżetowe. W rezultacie konsolidacja fiskalna w 2026 r. może okazać się ograniczona, a deficyt byłby bliższy 6,8% PKB, aniżeli założone w ustawie 6,5% PKB. W tym kontekście rośnie ryzyko dalszego pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Po zmianie perspektywy przez Fitch na negatywną zbliża się przegląd Moody's – 19 września 2025 r. oraz S&P – 7 listopada 2025 r. Uważamy, że obie agencje mogą co najmniej obniżyć perspektywę, a nawet również sam rating. Materializacja takiego scenariusza byłaby negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji. Nawet w przypadku braku reakcji ze strony agencji ratingowych w najbliższych tygodniach, problem nadmiernego deficytu w 2026 r. będzie powracał przy kolejnych ocenach wiarygodności kredytowej. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że szacowany przez rząd poziom potrzeb pożyczkowych brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu) wynosi 690 mld zł w 2026 r. i 489 mld zł w 2025 r. Oznacza to, że ewentualne ukształtowanie się dochodów budżetu na poziomie o kilkanaście miliardów złotych niższym od zaplanowanego przez rząd przyczyniłoby się do tylko nieznacznego zwiększenia potrzeb pożyczkowych ogółem. Taki scenariusz sam w sobie nie powinien istotnie pogorszyć nastawienia inwestorów wobec polskiego długu ani znacząco podbić rentowności obligacji. Zdecydowanie większe znaczenie miałaby ewentualna obniżka ratingu.

Kurs EURPLN odporny na napięcia geopolityczne



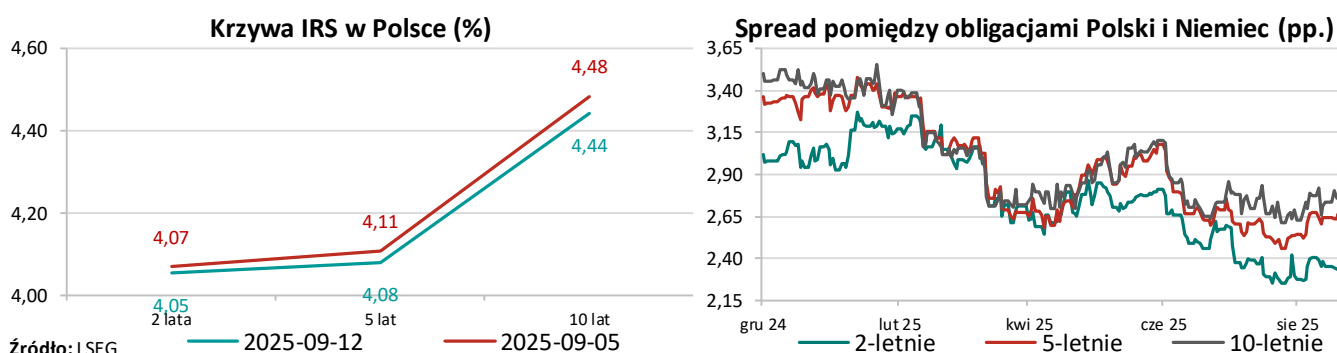
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zwiększył się do 4,2522 (osłabienie złotego o 0,1%). W środę doszło do przejściowego osłabienia złotego w reakcji na naruszenie polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony. Niemniej w czwartek złoty odrobił już większość strat. W przypadku kursu EURUSD

kluczowa była publikacja wyższych od konsensusu danych o zasiłkach dla bezrobotnych, które nasiliły oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA i doprowadziły do osłabienia dolara względem euro.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie środowe posiedzenie FOMC. Uważamy, że publikacja wrześniowej projekcji FOMC może osłabić złotego. Istotna dla złotego będzie także zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej, które mogą przyczynić się do osłabienia kursu polskiej waluty. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym jej ewentualny wpływ na kurs EURPLN zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.



Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,05 (spadek o 2pb), 5-letnie do 4,08 (spadek o 3pb), a 10-letnie do 4,44 (spadek o 4pb). W ubiegłym tygodniu doszło do lekkiego spadku stawek IRS. Naruszenie polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony miało ograniczony wpływ na krzywą oraz rentowności obligacji. Bez istotnego wpływu na stawki IRS oraz rentowności obligacji okazała się również decyzja agencji Fitch sprzed dwóch tygodni o zmianie perspektywy ratingu Polski z neutralnej na negatywną (por. MAKROmapa z 08.09.2025). Warto jednak zauważyć, że decyzja ta mogła być już w dużym stopniu zdyskontowana przez część inwestorów po publikacji budżetu zakładającego istotny wzrost deficytu, kiedy to doszło do wzrostu stawek IRS (por. MAKROmapa z 01.09.2025). Wsparcie dla takiej oceny stanowi to, że w ubiegłym tygodniu nie odnotowano istotnego zwiększenia spreadu pomiędzy rentownościami obligacji a stawkami IRS odzwierciedlającego premię za ryzyko.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środe posiedzenie FOMC. Uważamy, że publikacja wrześniowej projekcji FOMC może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Istotna dla krzywej będzie także zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej, które mogą sprzyjać spadkowi stawek IRS. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję Moody's 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	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	-1335		
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	2,7		
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	3,0		

* 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	2,0	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,2	0,9	1,7	1,1	1,6	1,1	1,5	-0,4	0,8	1,3
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,4	-0,1
	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 15.09.2025 r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Sierpień	3,7	3,8	3,9
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Sierpień	1,6	1,3	1,4
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	5,7	5,6	5,7
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	3,1	2,8	2,8
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	11,9		5,0
Wtorek 16.09.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	II kw.	3,4		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Wrzesień	34,7		27,0
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	-1,3		0,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	0,5	0,2	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Sierpień	77,5		77,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,1	-0,3	-0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Lipiec	0,2		0,2
Środa 17.09.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	2,1	2,1	2,1
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Sierpień	1362	1369	1370
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Sierpień	1428	1260	1365
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Wrzesień	4,50	4,25	4,25
Czwartek 18.09.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Lipiec	35,8		
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Sierpień	2,9	0,8	1,0
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	-1,2	-0,7	-0,9
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	7,6	8,1	7,8
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	-0,9	-0,7	-0,8
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Sierpień	0,6	0,1	0,4
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Wrzesień	4,00		4,00
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Wrzesień	-0,3		2,3

* 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