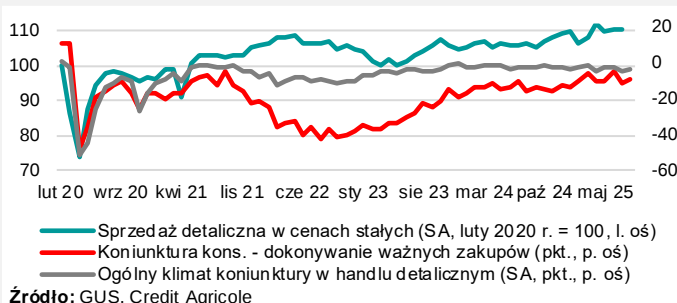


## W tym tygodniu

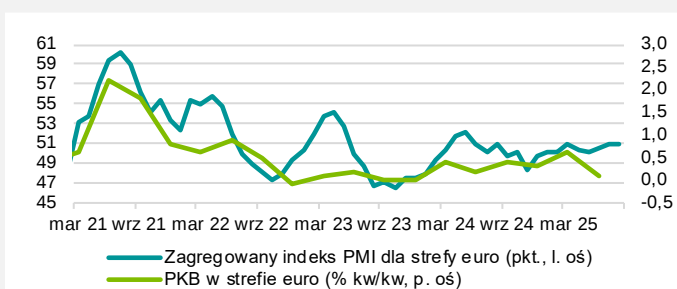
**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zmniejszyła się z 4,8% r/r w lipcu do 3,3% w sierpniu. Spadek dynamiki sprzedaży wynikał głównie z oddziaływania

niekorzystnych efektów kalendarzowych, podczas gdy wyniki badań koniunktury wskazywały na poprawę nastrojów konsumentów. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,6%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: GUS, Credit Agricole

**Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie jutrzejsza publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się do 51,1 pkt. we wrześniu wobec 51,0



Źródło: Datastream, S&P, Credit Agricole

pkt. w sierpniu. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie już ósmy miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z konsensusem poprawa koniunktury zostanie odnotowana w przetwórstwie przemysłowym przy jednoczesnej stabilizacji nastrojów w sektorze usług. Rynek oczekuje również lekkiego wzrostu w przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (50,0 pkt. we wrześniu wobec 49,8 pkt. w sierpniu). Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany w środę indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 89,2 pkt. we wrześniu z 89,0 pkt. w sierpniu. Nieznaczne tylko wzrosty indeksów koniunktury w strefie euro potwierdzą ograniczoną skalę ożywienia w tej gospodarce w III kw. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

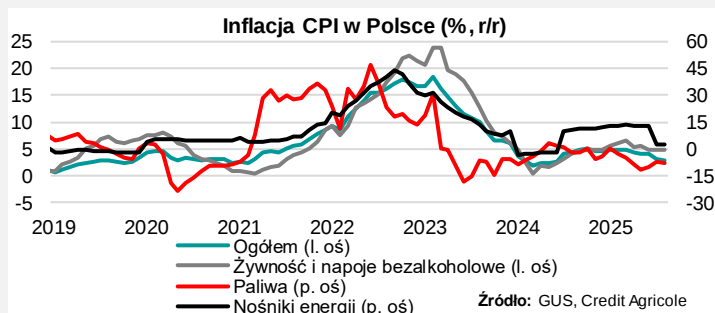
**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się w sierpniu do 2,7% wobec 2,6% w lipcu, przy jednoczesnym utrzymaniu się inflacji bazowej PCE na poziomie 2,9% r/r. Dane wskażą zatem na utrzymanie się presji inflacyjnej, jednocześnie 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 3,3%. Uważamy, że zamówienia na dobra trwałe użyciu zwiększyły się w sierpniu o 0,8% m/m wobec spadku o -2,8% w lipcu (efekt zamówień na samoloty firmy Boeing). Oczekujemy, że dane o sprzedaży nowych domów (650 tys. w sierpniu wobec 652 tys. w lipcu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,97 mln wobec 4,01 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 (55,4 pkt. we wrześniu wobec 61,7 pkt. w sierpniu)

potwierdzi słabe nastroje konsumenckie. Uważamy, że publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

**Inflacja CPI w Polsce spadła w sierpniu do 2,9% r/r wobec 3,1% w lipcu, kształtując się powyżej wstępnego szacunku GUS (2,8%).** Najsilniej w kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływała niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w sierpniu do 3,2%

wobec 3,3% w lipcu. Jej spadek wynikał z niższej dynamiki cen m.in. w kategoriach „inne wydatki na towary i usługi”, „rekreacja i kultura”, „wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego” oraz „transport (bez paliw)”, który skompensował wyraźnie wyższą dynamikę cen w kategorii „łączość” (efekt podwyżek cen usług telefonii komórkowej). Do spadku inflacji przyczyniła się również nieznacznie niższa dynamika cen w kategoriach „paliwa” (-7,7% wobec -6,8%) oraz „nośniki energii” (2,3% wobec 2,4%). Dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 4,9%. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się w sierpniu o ok. 0,2% m/m, a tym samym ich dynamika ukształtowała się powyżej wzorca sezonowego (0,0% m/m), co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną (por. MAKROpuls z 15.09.2025). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą 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 odchyżeń od celu inflacyjnego NBP (2,5%  $\pm$  1 pkt. proc.). Dostrzegamy jednak lekkie ryzyko w górę dla naszego scenariusza związane z podwyżkami cen ciepła i wody w IV kw. 2025 r.



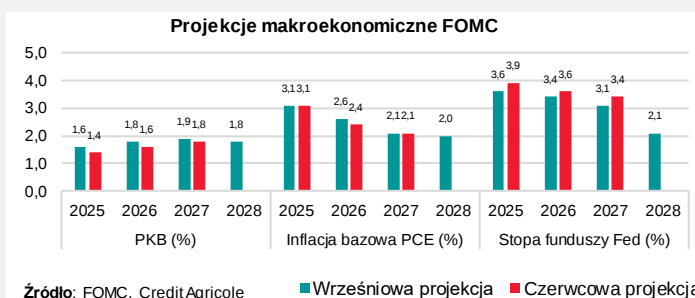
**Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w sierpniu o 0,7% r/r wobec wzrostu o 3,0% w lipcu (rewizja w górę z 2,9%), kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,0%) i naszej prognozy (0,8%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy lipcem a sierpniem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa obniżyła się w sierpniu o 0,1% m/m potwierdzając obserwowaną od kilku miesięcy stagnację aktywności w przemyśle. Z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wszystkich trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (0,9% r/r w sierpniu wobec 3,9% w lipcu), w branżach powiązanych z budownictwem (2,3% wobec 4,7%) oraz w pozostałych branżach (0,3% wobec 2,1%). Uważamy, że w kolejnych miesiącach czynnikiem wspierającym aktywność w polskim przemyśle będą coraz silniejsze oznaki ożywienia w przetwórstwie strefy euro, w tym Niemczech. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w sierpniu do -6,9% r/r wobec 0,6% w lipcu, kształtując się znacząco poniżej naszej prognozy (0,1%) i konsensusu rynkowego (0,4%). Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, głównym czynnikiem sprzyjającym spadkowi dynamiki produkcji budowlano-montażowej były niekorzystne efekty kalendarzowe. Tempo wzrostu produkcji budowlano-montażowej zmniejszyło się w kategoriach „specjalistyczne roboty budowlane” (-0,3% r/r w sierpniu wobec 9,5% w lipcu), „wnoszenie budynków” (-4,1% wobec -1,3%) i „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” (-12,8% r/r wobec -3,4%). Taka struktura produkcji budowlano-montażowej

nadal wskazuje, że nie ma sygnałów zdecydowanego ożywienia inwestycji publicznych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w sierpniu o 4,0% m/m, a tym samym ukształtowała się na najniższym poziomie od kwietnia 2021 r. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o produkcji budowlano-montażowej stanowią tym samym ryzyko w dół dla naszej prognozy dynamiki inwestycji publicznych i inwestycji ogółem (5,5% r/r w III kw. wobec -1,0% w II kw.).

**Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w sierpniu do 7,1% r/r wobec 7,6% w lipcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (7,8%) oraz naszej prognozy (8,1%).** Niższe tempo wzrostu wynagrodzeń odnotowano w większości kategorii raportowanych przez GUS (por. MAKROpuls z 18.09.2025). W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 4,1% r/r w sierpniu wobec 4,3% w lipcu. Z kolei dynamika zatrudnienia zwiększyła się do -0,8% r/r w sierpniu wobec -0,9% w lipcu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku (-0,8%) oraz poniżej naszej prognozy (-0,7%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w sierpniu o 12,4 tys. osób. Spadek zatrudnienia skoncentrowany był w kategorii przetwórstwo przemysłowe (-7,3 tys. osób), co jest powiązane z trwającą od kilku kwartałów restrukturyzacją w tej branży oraz oddziaływaniem niekorzystnych czynników podażowych (zmniejszający się zasób siły roboczej ze względu na osiąganą wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego). W konsekwencji, realna dynamika funduszu płac zmniejszyła się do 3,2% r/r w sierpniu wobec 3,4% w lipcu i 3,8% w II kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszyła się w III kw. do 4,0% r/r wobec 4,4% w II kw.

**Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed obniżył docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej do [4,00%; 4,25%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.** Zgodnie z komunikatem, FOMC rozważając dodatkowe dostosowania stóp

procentowych będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywy i ważył czynniki ryzyka. W ubiegłym tygodniu opublikowana została również wrześniowa projekcja członków FOMC. Implikuje ona trzy obniżki stóp procentowych po 25pb do końca br. (w tym dokonaną już wrześniową obniżkę), podczas gdy wyniki czerwcowej projekcji wskazywały na dwie obniżki po 25pb. Na wykresie punktowym reprezentującym zanonimizowane oczekiwania poszczególnych członków FOMC na uwagę zasługuje, że mediana oczekiwań jest na granicy jeszcze 1 lub 2 obniżek w tym roku, co wskazuje na podział pomiędzy członkami FOMC. Warto odnotować również punkt wskazujący, że jeden z członków FOMC oczekuje w tym roku kolejnych obniżek o łącznej skali 125pb, co jest obserwacją nietypową. Uważamy, że reprezentuje ona oczekiwania nowego członka FOMC S. Mirana, który wielokrotnie opowiadał się za łagodniejszą polityką Fed. Niewielkie zmiany w medianie oczekiwań sugerują jednak, że jego dołączenie do FOMC nie doprowadziło do zmiany nastawienia jego członków na bardziej gołębie. Mediana dla prognoz inflacji bazowej oraz mediana dla tempa wzrostu PKB zostały lekko podniesione względem czerwcowej projekcji. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell zasugerował, że dokonana we wrześniu obniżka stóp procentowych ma charakter „zarządzania ryzykiem”. Dał do zrozumienia, że zmiana mediany oczekiwań dotyczących stóp procentowych nie wskazuje na istotną zmianę nastawienia członków FOMC, lecz raczej odzwierciedla podział pomiędzy nimi. J. Powell zakomunikował również, że decyzje w polityce pieniężnej podejmowane będą z posiedzenia na posiedzenie, a Fed nie ma predefiniowanej ścieżki stóp procentowych.



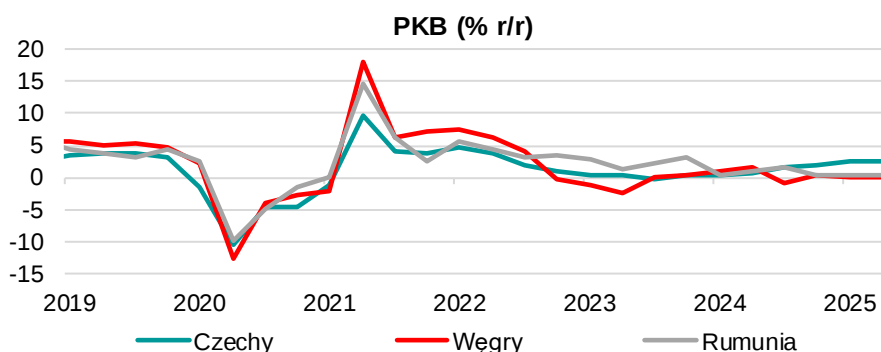
Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży jeszcze stopy procentowe o 25pb (w grudniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w sierpniu do 0,1% m/m wobec -0,4% w lipcu (rewizja w dół z -0,1%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Jej zwiększenie wynikało z wyższej dynamiki produkcji w górnictwie i przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w sektorze użyteczności publicznej. Wykorzystanie mocy wytwórczych nie zmieniło się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosło 77,4%. Tym samym pozostaje ono w ostatnich kwartałach na relatywnie stabilnym poziomie. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika nie zmieniła się w sierpniu w porównaniu do lipca i wyniosła 0,6%, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,2%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w sierpniu do 0,7% wobec 0,4% w lipcu. Wskazuje to na utrzymujący się relatywnie silny popyt konsumpcyjny w USA. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach, ze względu na pogorszenie koniunktury konsumenckiej, będziemy mieć do czynienia z jego wyhamowaniem. Dane o nowych pozwoleniach na budowę (1312 tys. w sierpniu wobec 1362 tys. w lipcu) oraz rozpoczętych budowach (1307 tys. wobec 1429 tys.) wskazały na ogół na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Mieszanych sygnałów nt. koniunktury w amerykańskim przetwórstwie dostarczyły z kolei indeksy NY Fed (-8,7 pkt. we wrześniu wobec 11,9 pkt. w sierpniu) i Philadelphia Fed (23,2 pkt. wobec -0,3 pkt.). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w III kw. do 0,8% wobec 3,0% w II kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r.

**Agencja ratingowa Moody's utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A2, ale zmieniła perspektywę ratingu ze stabilnej na negatywną.** W ocenie agencji, decyzja ta odzwierciedla niekorzystną perspektywę w zakresie finansów publicznych, przy czym agencja dostrzega jednocześnie ryzyko dalszego pogorszenia sytuacji w tym zakresie. Zamiast oczekiwanego wcześniej szybszego spadku deficytu i stabilizacji długu publicznego poniżej 60% PKB do 2027 r., agencja obecnie przewiduje deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych rzędu 6,8% PKB w 2025 r. i 6,6% PKB w 2026 r., a także wzrost relacji długu do PKB do ok. 65% w 2026 r. i powyżej 70% w kolejnych latach. Głównymi czynnikami wpływającymi niekorzystnie na sytuację w finansach publicznych są rosnące wydatki na obronę narodową, szybkie starzenie się społeczeństwa generujące presję na wydatki socjalne, wzrost płac w sektorze publicznym oraz wyższe koszty obsługi długu. Moody's zwraca również uwagę na czynniki polityczne – potencjalne prezydenckie weta ustaw, które mogłyby zwiększyć dochody do budżetu państwa oraz ryzyko zwiększania wydatków publicznych w okresie poprzedzającym wybory parlamentarne w 2027 r. W ocenie agencji, utrzymujący się impas polityczny może dodatkowo utrudniać pełne wykorzystanie środków z KPO. Jednocześnie Moody's podkreśla, że obecny rating wciąż wspierają duża, zdywersyfikowana gospodarka, tempo wzrostu PKB na poziomie ok. 3% oraz korzystna sytuacja w zakresie kosztów obsługi długu. Agencja sygnalizuje jednak, że dalszy wzrost długu i kosztów jego obsługi mógłby doprowadzić do obniżki ratingu. Ewentualne czynniki geopolityczne, w tym ograniczenie wsparcia USA lub konflikt zbrojny NATO z Rosją, również stanowiłyby istotne źródło presji na rating. Decyzja agencji Moody's będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i spadku cen obligacji w tym tygodniu.

## Prognozy dla krajów EŚW-3

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2025-2026 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-3): Czech, Węgry i Rumunii.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Ożywienie wzrostu gospodarczego w czechkiej gospodarce było kontynuowane w II kw. br. (2,6% r/r wobec 2,4% w I kw.), a głównym źródłem wzrostu PKB były konsumpcja i zamiana zapasów. W latach 2025–2026 oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie odpowiednio 2,2% i 2,3%, napędzanego głównie przez spożycie prywatne, wspierane

szybkim wzrostem realnych wynagrodzeń, poprawą nastrojów konsumentów oraz stopniowym obniżaniem stopy oszczędności. Oczekujemy, że realna dynamika konsumpcji utrzyma się w horyzoncie prognozy blisko 3% r/r, pozostając głównym motorem wzrostu PKB. Z uwagi na spadek w I poł. br., średnioroczny wkład inwestycji do wzrostu PKB w 2025 r. będzie zbliżony do zera. Oczekujemy jednak, że nakłady na środki trwałe przyspieszą wyraźnie w 2026 r. w związku z ożywieniem inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków UE. W 2025 r. uruchomiono tzw. Czeskie Centrum Półprzewodników, które ma na celu wspieranie rozwoju tej gałęzi przemysłu i współpracę z zagranicznymi inwestorami. Obecnie trudno jednak ocenić jaki będzie wpływ tej inicjatywy na tempo wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Wkład eksportu netto w 2025 r. będzie zbliżony do zera, a w 2026 r. lekko ujemny, ponieważ import (wzmacniany silnym popytem krajowym) będzie rósł szybciej niż eksport z uwagi na tylko stopniowo poprawiającą się perspektywę popytu zagranicznego. Kluczowymi czynnikami ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego pozostają tempo absorpcji środków unijnych i skala ożywienia u głównych partnerów handlowych (w tym skala fiskalnego impulsu w Niemczech w 2026 r.).

Po wiosennym minimum (1,8% r/r w kwietniu), inflacja w Czechach zwiększyła się w kolejnych miesiącach osiągając lokalne maksimum 2,9% w czerwcu, a następnie obniżając się do 2,5% r/r w lipcu. Wzrost cen napędzają głównie usługi – w tym czynsze i tzw. imputowane koszty użytkowania mieszkania (tj. szacunkowy koszt korzystania z własnego lokum), które przy rosnących cenach nieruchomości pozostają relatywnie wysokie. Inflacja bazowa przyspieszyła w miesiącach letnich i utrzymuje się powyżej inflacji ogółem (2,8% r/r w sierpniu), odzwierciedlając podwyższoną presję inflacyjną. Wysoka dynamika cen w usługach jest dodatkowo wzmacniana przez rosnące koszty pracy (szybki wzrost nominalnych wynagrodzeń). W najbliższych miesiącach spodziewamy się utrzymywania CPI w górnej połowie dopuszczalnego pasma odchyień od celu inflacyjnego (tj. 2,5–3%), a w 2026 r. ścieżka inflacji powinna łagodnie opadać. Średniorocznie prognozujemy 2,4% w 2025 r. oraz 2,2% w 2026 r.

W warunkach inflacji kształtującej się powyżej celu inflacyjnego, Narodowy Bank Czech (CNB) będzie naszym zdaniem utrzymywał niezmienny poziom stóp procentowych w najbliższych kwartałach. Wydzwięk komunikatu i konferencji po sierpniowym posiedzeniu był dość jastrzębi. Prezes akcentował, że priorytetem banku centralnego pozostaje trwale zakotwiczenie inflacji wokół celu i *explicite* powiedział, że obecna sytuacja makroekonomiczna Czech nie pozwala na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Inni członkowie zarządu CNB podkreślali uporczywość presji cenowych w usługach, rolę imputowanych kosztów użytkowania mieszkania przy rosnących cenach nieruchomości, szybki wzrost płac oraz ożywienie popytu i akcji kredytowej, co łącznie uzasadnia utrzymywanie dodatnich realnych stóp. Jednocześnie przeszłe i potencjalne przyszłe umocnienie korony, które *de facto* stanowią zacieśnienie polityki pieniężnej

są spójne z nastawieniem CNB i nie stanowią dla banku centralnego argumentu za dalszymi obniżkami. Tym samym podtrzymujemy nasz scenariusz stabilnych stóp procentowych co najmniej do końca 2026 r. (2-tygodniowa stopa repo na poziomie 3,50%). W takich warunkach oczekujemy lekkiej aprecjacji korony względem euro.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach |        |        |        |                      |        |        |        |        |        |
|-------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                             | 2024   | 2025   | 2026   |                      |        |        | 2024   | 2025   | 2026   |
| Tempo wzrostu PKB (% r/r)                                   | 1,0    | 2,2    | 2,3    | Inflacja CPI (% r/r) |        |        | 2,5    | 2,4    | 2,2    |
|                                                             | gru 24 | mar 25 | cze 25 | wrz 25               | gru 25 | mar 26 | cze 26 | wrz 26 | gru 26 |
| 2-tyg. stopa REPO CNB (%)                                   | 4,00   | 3,75   | 3,50   | 3,50                 | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50   |
| EURCZK                                                      | 25,2   | 24,9   | 24,7   | 24,3                 | 24,2   | 24,0   | 23,8   | 23,6   | 23,4   |

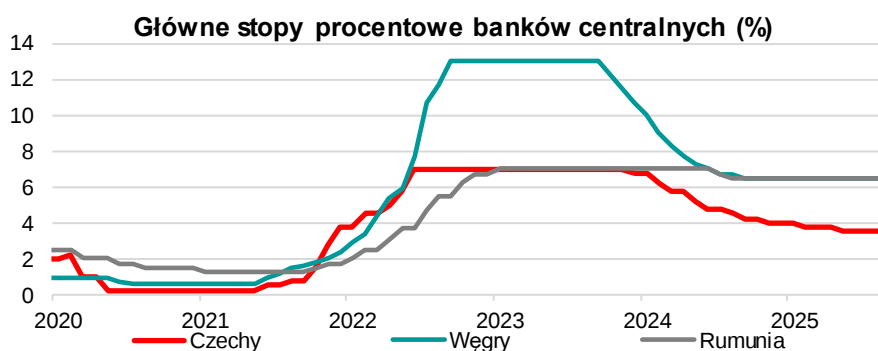
Źródło: Datastream, Credit Agricole

W II kw. 2025 r. gospodarka Węgier nadal znajdowała się w stagnacji. PKB zwiększył się o 0,1% r/r wobec braku zmian w I kw. Ożywienie było skoncentrowane przede wszystkim w sektorze usług (m.in. informacja i komunikacja, handel detaliczny), natomiast aktywność w przemyśle – zwłaszcza w motoryzacji – pozostawała słaba. Od strony popytowej warto zwrócić uwagę, że inwestycje ogółem po raz 11 z rzędu spadły w ujęciu rocznym z powodu podwyższonej niepewności, wysokiej konkurencji w branży motoryzacyjnej oraz opóźnionej absorpcji środków UE. W rezultacie w I poł. br. konsumpcja była głównym wsparciem dla wzrostu gospodarczego dzięki dodatniej dynamice realnych wynagrodzeń oraz transferom fiskalnym (ulgi podatkowe, wsparcie dla gospodarstw domowych). Wkład eksportu netto obniżył się z uwagi na słaby eksport dóbr przemysłowych i jednocześnie znaczące przyspieszenie wzrostu importu. W drugiej połowie 2025 r. zakładamy stopniową, ale umiarkowaną poprawę aktywności, wspieraną stabilizacją konsumpcji i ożywieniem inwestycji publicznych, przy nadal słabych nastrojach inwestycyjnych wśród przedsiębiorstw. W 2026 r. wzrost prywatnych nakładów na środki trwałe powinien przyspieszyć wraz z uruchamianiem nowych mocy eksportowych w motoryzacji i produkcji baterii (projekty BYD i BMW) oraz oczekiwanym ożywieniem w strefie euro. Podtrzymujemy profil oczekiwanego ożywienia gospodarczego: wzrost PKB 0,8% w 2025 r. i o 2,5% w 2026 r., z dominującą rolą konsumpcji w 2025 r. i większym wkładem eksportu oraz inwestycji w 2026 r.

Kluczowe dla perspektyw gospodarczych Węgier pozostają środki unijne – część puli została w ostatnich kwartałach warunkowo odmrożona w wąskich komponentach, ale zasadniczo znaczne fundusze (zarówno z polityki spójności, jak i Instrumentu Odbudowy i Zwiększania Odporności) pozostają zablokowane do czasu wiarygodnego wykonania kamieni milowych w obszarze praworządności i zamówień publicznych. Warto zwrócić uwagę, że w ostatnim czasie na krajowej scenie politycznej doszło do znaczącej zmiany w sondażach. Nowa formacja Tisza P. Magyara od przełomu wiosny i lata utrzymuje wyraźną przewagę nad Fideszem. W badaniach opinii publicznej przewaga wynosi od kilku do kilkunastu punktów proc., a wśród wyborców zdecydowanych sięgała nawet 15 pkt proc. Strukturalnie Tisza dominuje w miastach i wśród młodszych osób, z kolei Fidesz pozostaje silniejszy na wsi i wśród starszych. Jednocześnie należy podkreślić, że przewaga w głosach nie musi przekładać się liniowo na większość mandatów w parlamencie ze względu na specyfikę ordynacji wyborczej, która silnie premiuje największą partię. Ponad połowa miejsc w Zgromadzeniu Narodowym (jednoizbowym parlamencie Węgier) obsadzana jest w jednomandatowych okręgach wyborczych. W praktyce oznacza to, że ugrupowanie takie jak Fidesz, czyli dysponujące dobrze zorganizowaną siecią terenową, stabilnym elektoratem i przewagą finansowo-medialną może uzyskać nieproporcjonalnie dużą reprezentację parlamentarną względem swojego wyniku ogólnokrajowego. Tym samym nawet wyraźna przewaga Tiszy w sondażach nie gwarantuje jej większości parlamentarnej, jeśli nie zostanie ona przełożona na sukcesy w okręgach jednomandatowych. W takim otoczeniu rząd V. Orbána już wdrożył część prorozwojowych i prokonsumpcyjnych działań – m.in. ulgi podatkowe dla rodzin, preferencyjne kredyty hipoteczne dla nabywców pierwszego mieszkania oraz przedłużone limity marż na żywność i artykuły konsumpcyjne. Jednocześnie w kolejnych kwartałach nie

można wykluczyć dalszych transferów socjalnych, dodatków dla emerytów, programów wsparcia MŚP oraz przyspieszenia projektów infrastrukturalnych. Naszym zdaniem, do wiosny 2026 r. napięcia na linii Węgry-UE pozostaną nasilone, a odblokowanie środków unijnych stanie się bardziej prawdopodobne dopiero po wyborach (w przypadku prawdopodobnego zwycięstwa Tiszy).

Na inflację na Węgrzech obecnie silnie wpływają działania administracyjne – zarówno formalne regulacje, jak i tzw. „dobrowolne” zamrożenia cen przez firmy z niektórych sektorów. Od połowy marca obowiązuje limit marży na 30 podstawowych produktów spożywczych (10%), a od maja także na szeroką grupę artykułów gospodarstwa domowego i higienicznych (15%). Oba mechanizmy zostały ostatnio przedłużone do końca listopada 2025 r. Biorąc pod uwagę zbliżające się wybory parlamentarne, oczekujemy ich utrzymania do połowy 2026 r. Równolegle w sektorze usług telekomunikacyjnych i finansowych wprowadzono nieformalne porozumienia o zamrożeniu taryf i opłat co najmniej do lipca 2026 r. Łączny wpływ tych interwencji na roczny wskaźnik inflacji szacować można na około 1,5 pkt proc. Mimo tego wpływu inflacja pozostaje na podwyższonym poziomie (4,3% w sierpniu), wciąż wyraźnie powyżej celu inflacyjnego MNB (3,0%).



Narodowy Bank Węgier (MNB) utrzymuje główną stopę procentową na poziomie 6,5% i konsekwentnie prezentuje jastrzębią retorykę. MNB podkreśla, że „walka z inflacją nie została zakończona” i utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej jest konieczne dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Bank centralny wielokrotnie zaznaczał, że

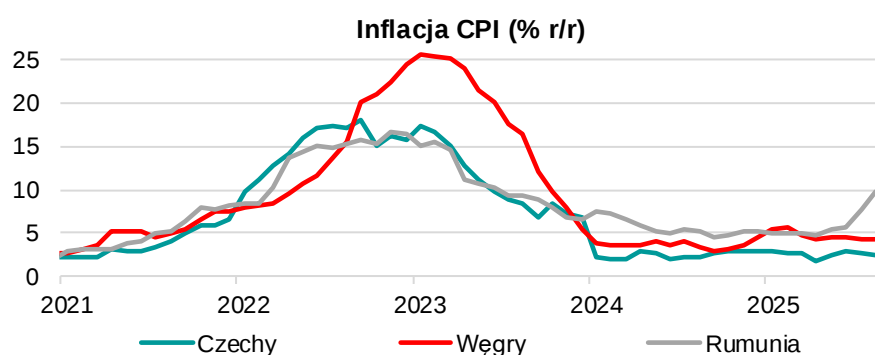
choć inflacja spada, to nadal utrzymuje się powyżej celu, a proces dezinflacji został w dużej mierze osiągnięty dzięki rozległym działaniom administracyjnym. Z perspektywy banku centralnego istotnym zagrożeniem pozostaje przyszłe wycofywanie tych działań oraz silny wzrost płac, które mogą odnowić presję cenową w 2026 r. Zakładamy, że MNB utrzyma główną stopę procentową na poziomie 6,5% do końca 2025 r., zapewniając utrzymanie dodatnich realnych stóp procentowych i wspierając proces zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. W 2026 r. przewidujemy dwie obniżki stóp procentowych. Pierwsza w I kw. ukierunkowana na wsparcie rządu w okresie przedwyborczym oraz druga w IV kw. w warunkach umocnienia forinta i silniej zarysowanej dezinflacji. Łączna skala łagodzenia polityki pieniężnej w 2026 r. wyniesie 50pb, przy zachowaniu ostrożnego nastawienia banku centralnego.

Oczekujemy stopniowego umocnienia forinta, wspieranego przez utrzymującą się atrakcyjność transakcji typu carry trade oraz jastrzębi przekaz banku centralnego. W średnim horyzoncie dodatkowym czynnikiem wspierającym walutę będzie perspektywa zmiany władzy oraz odblokowania środków unijnych. Spodziewamy się, że EUR/HUF będzie stopniowo przesuwat się w kierunku niższych poziomów, choć niepewność polityczna pozostanie czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech |        |        |        |                      |        |        |        |        |        |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                              | 2024   | 2025   | 2026   |                      | 2024   | 2025   | 2026   |        |        |
| Tempo wzrostu PKB (% r/r)                                    | 0,5    | 0,8    | 2,5    | Inflacja CPI (% r/r) | 3,7    | 4,6    | 4,0    |        |        |
|                                                              | gru 24 | mar 25 | cze 25 | wrz 25               | gru 25 | mar 26 | cze 26 | wrz 26 | gru 26 |
| Stopa procentowa MNB (%)                                     | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50                 | 6,50   | 6,25   | 6,25   | 6,25   | 6,00   |
| EUR/HUF                                                      | 411    | 401    | 398    | 390                  | 385    | 380    | 370    | 368    | 365    |

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Wzrost gospodarczy Rumunii wyraźnie osłabł na początku 2025 r. – w I kw. i II kw. PKB wzrósł tylko o 0,3% r/r. Wyhamowanie wynikało przede wszystkim z niższej dynamiki konsumpcji prywatnej, na którą negatywnie oddziaływały wciąż podwyższona inflacja, spowalniające realne dochody gospodarstw domowych oraz efekty wysokiej bazy. Jednocześnie inwestycje spadły w ujęciu realnym o 0,3% r/r w II kw. wobec wzrostu o 5,5% w I kw. W III kw. realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych uległy obniżeniu wskutek podwyżek VAT i akcyz, liberalizacji cen energii elektrycznej oraz zamrożenia płac i świadczeń w sektorze publicznym, co przełożyło się na słabsze nastroje konsumenckie i ostrożniejsze decyzje zakupowe. W drugiej połowie 2025 r. oczekujemy, że niekorzystny wpływ pakietu fiskalnego (zarówno po stronie podatków pośrednich, jak i wydatków rządowych, por. MAKROMAPA z 7.07.2025) stanie się jeszcze bardziej widoczny, prowadząc do dalszego osłabienia konsumpcji i zahamowania części projektów inwestycyjnych. W 2026 r. negatywny impuls fiskalny będzie jeszcze silniejszy ze względu na wejście w życie kolejnych działań rządu. Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 1,0% r/r w br. i 1,7% w 2026 r. Czynniki ryzyka dla perspektyw wzrostu pozostają wyraźnie asymetryczne i skierowane w dół – ich źródłem są przede wszystkim opóźnienia w absorpcji funduszy unijnych oraz możliwe dalsze zaostrenie konsolidacji fiskalnej.



Ostatnie miesiące przyniosły gwałtowny skok inflacji w Rumunii. W lipcu inflacja zwiększyła się do 7,8% r/r wobec 5,7% w czerwcu, w efekcie zniesienia rządowego limitu cen energii elektrycznej, co spowodowało znacznie silniejszy od oczekiwań, ponad 60-procentowy wzrost taryf. Sierpień przyniósł kolejny, jeszcze silniejszy wstrząs – roczna dynamika cen zbliżyła się do

10%. Tym razem głównym czynnikiem były szeroko zakrojone podwyżki podatków pośrednich, w tym podniesienie podstawowej stawki VAT o 2 pkt. proc. do 21% oraz akcyzy na paliwa, alkohol i wyroby tytoniowe. W konsekwencji zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji średniorocznej na 2025 r. do 7,4% (wobec wcześniej zakładanych 6,8%). Należy jednak podkreślić, że tegoroczny wzrost cen wynika w dużej mierze z jednorazowych szoków regulacyjnych i podatkowych, których efekt będzie wygasał w horyzoncie dwunastu miesięcy. Innymi słowy, od III kwartału 2026 r. zacznie działać silny efekt bazy. Uważamy, że w tym samym czasie zmaterializują się też dezinflacyjne konsekwencje pakietu konsolidacyjnego, które poprzez ograniczenie dochodów rozporządzalnych będą obniżać dynamikę popytu konsumpcyjnego. Nasz scenariusz zakłada, że inflacja – po utrzymywaniu się na podwyższonym poziomie blisko 10% w drugiej połowie 2025 r. zacznie znacząco spadać od III kwartału 2026 r., by na koniec roku obniżyć się w okolice 3-4%. Oznacza to powrót wskaźnika CPI w pobliże celu NBR w horyzoncie prognozy, przy czym ryzyko związane z kolejną liberalizacją cen gazu ziemnego na początku 2026 r. pozostaje istotne.

Narodowy Bank Rumunii utrzymał w sierpniu główną stopę procentową na poziomie 6,50% zaostrażając jednocześnie wydźwięk komunikatu i konferencji. Bank jasno zakomunikował, że skok inflacji miał w przeważającej mierze charakter podażowo-administracyjny (liberalizacja cen energii, podwyżki VAT i akcyz) i nie uzasadnia reakcji w postaci podwyżek stóp procentowych, które oddziałują z opóźnieniem na popyt, natomiast wymagane jest „przeczekanie” szoku i monitorowanie oczekiwań. Bank centralny zwrócił jednocześnie uwagę na oczekiwane spowolnienie popytu wewnętrznego wskutek konsolidacji fiskalnej i słabszej dynamiki kredytu – jego zdaniem czynniki te mają poszerzać ujemną lukę popytową i wzmacniać dezinflację w 2026 r. Wobec takiego bilansu czynników ryzyka NBR utrzymuje strategię „wyżej na dłużej” wskazując na brak przestrzeni do cięć stóp do czasu wygaśnięcia efektów jednorazowych (po ok. 12 miesiącach od szoków z połowy 2025 r.), stabilizacji oczekiwań inflacyjnych i wyraźnego spadku

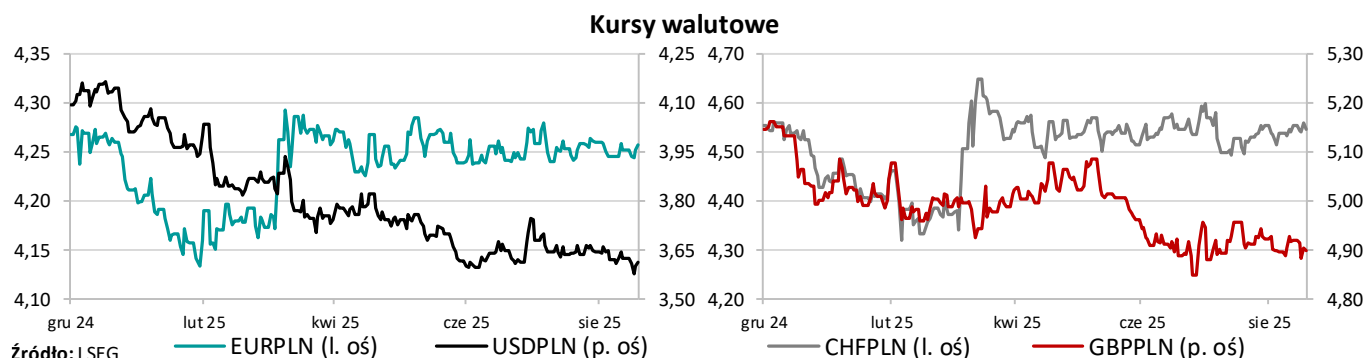
inflacji bazowej. Naszym zdaniem stopy pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do połowy 2026 r., a przestrzeń do ostrożnego rozpoczęcia cyklu łagodzenia pojawi się w III kw. 2026 r., kiedy inflacja zacznie szybko zbiegać w stronę 3% i będzie utrzymywać się w dopuszczalnym paśmie odchyień od celu NBR. Naszym zdaniem skala obniżek stóp procentowych do końca 2026 r. będzie ograniczona (100 pb w II połowie roku).

Po okresie podwyższonej niepewności związanej z sytuacją finansów publicznych w miesiącach letnich, kurs EUR/RON ustabilizował się nieznacznie niżej od naszych wcześniejszych prognoz. Bank centralny konsekwentnie podkreśla priorytet stabilności kursu walutowego jako warunku kontroli oczekiwań inflacyjnych, a skala interwencji z ostatnich miesięcy wskazuje, że NBR traktuje ten kanał jako kluczowe narzędzie w okresie wzmożonych napięć fiskalnych i politycznych. W rezultacie oczekujemy, że kurs pozostanie zakotwiczony w okolicach 5,07 do końca 2026 r.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii |        |        |        |                      |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                            | 2024   | 2025   | 2026   |                      |        |        | 2024   | 2025   | 2026   |
| Tempo wzrostu PKB (% r/r)                                  | 0,8    | 1,0    | 1,7    | Inflacja CPI (% r/r) |        |        | 5,6    | 7,4    | 1,0    |
|                                                            |        |        |        |                      |        |        |        |        |        |
|                                                            | gru 24 | mar 25 | cze 25 | wrz 25               | gru 25 | mar 26 | cze 26 | wrz 26 | gru 26 |
| Stopa procentowa NBR (%)                                   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50                 | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,00   | 5,50   |
| EURRON                                                     | 4,97   | 4,98   | 5,08   | 5,07                 | 5,07   | 5,07   | 5,07   | 5,07   | 5,07   |

**Źródło:** Datastream, Credit Agricole

## Decyzja Moody's negatywna dla złotego



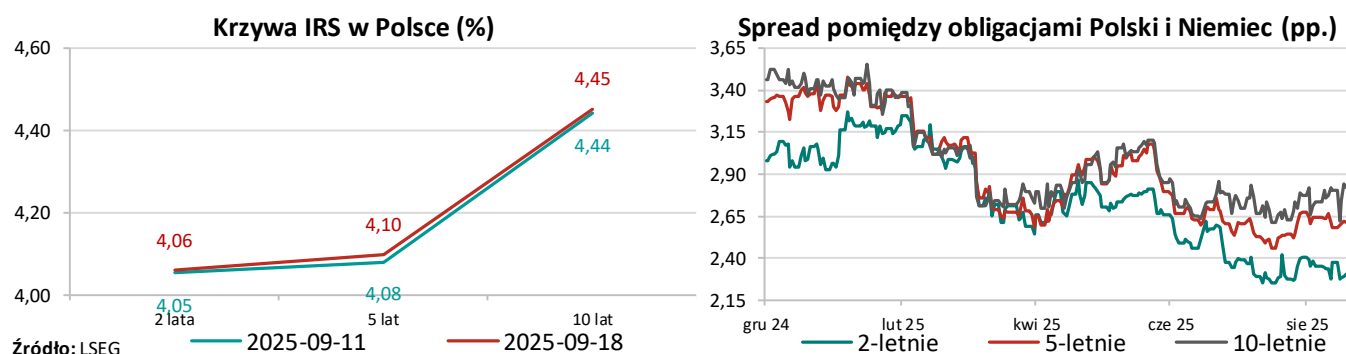
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zwiększył się do 4,2574 (osłabienie złotego o 0,1%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym. Warto odnotować, że w tym samym czasie kurs EURHUF pozostawał relatywnie stabilny. W naszej ocenie mogło wynikać to z oczekiwań inwestorów na piątkową aktualizację ratingu Polski przez agencje Moody's.

W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia z osłabieniem dolara względem euro w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu obserwowana była podwyższona zmienność kursu EURUSD. W dalszej części tygodnia doszło do odwrócenia trendu i dolar odrobił straty względem euro z pierwszej części tygodnia.

Uważamy, że piątkowa decyzja agencji Moody's o zmianie perspektywy ratingu Polski z neutralnej na negatywną może sprzyjać osłabieniu złotego. W tym tygodniu w centrum uwagi będzie również dzisiejsza publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, która w naszej ocenie może przyczynić się do deprecjacji kursu polskiej waluty.



## Krajowe dane o sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,06 (spadek o 1pb), 5-letnie zwiększyły się do 4,10 (wzrost o 1pb), a 10-letnie do 4,45 (wzrost o 1pb).** Ubiegłotygodniowa decyzja FOMC o obniżce stóp procentowych doprowadziła do spadku stawek IRS. W dalszej części tygodnia obserwowany był ich jednak lekki wzrost.

Piątkowa decyzja agencji Moody's o zmianie perspektywy ratingu Polski z neutralnej na negatywną będzie neutralna dla stawek IRS i rentowności obligacji. W tym tygodniu istotna dla krzywej będzie również dzisiejsza publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, które mogą sprzyjać spadkowi stawek IRS.

## 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    | 2,9    |        |
| 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    | 3,2    |        |
| 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    | 0,7    |        |
| 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    | -6,9   |        |
| 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   | -1,2   |        |
| 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    | 7,1    |        |
| 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   | -0,8   |        |
| 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  | 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<br>WARTOŚĆ | PROGNOZA* |         |
|----------------------------|-------------|------------------------------------------------|----------|----------------------|-----------|---------|
|                            |             |                                                |          |                      | CA        | RYNEK** |
| Poniedziałek 22.09.2025 r. |             |                                                |          |                      |           |         |
| 10:00                      | Polska      | Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r) | Sierpień | 4,8                  | 3,2       | 3,3     |
| 10:00                      | Polska      | Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)   | Sierpień | 4,8                  | 3,3       | 3,3     |
| 14:00                      | Polska      | Podaż pieniądza M3 (% r/r)                     | Sierpień | 10,8                 | 11,0      | 11,1    |
| 16:00                      | Strefa euro | Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)          | Wrzesień | -15,5                |           | -15,2   |
| Wtorek 23.09.2025 r.       |             |                                                |          |                      |           |         |
| 9:30                       | Niemcy      | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)             | Wrzesień | 49,8                 |           | 50,0    |
| 10:00                      | Strefa euro | Wstępny PMI w usługach (pkt.)                  | Wrzesień | 50,5                 |           | 50,5    |
| 10:00                      | Strefa euro | Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)             | Wrzesień | 50,7                 |           | 50,9    |
| 10:00                      | Strefa euro | Wstępny indeks Composite PMI                   | Wrzesień | 51,0                 |           | 51,1    |
| 10:00                      | Polska      | Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)            | Sierpień | 5,4                  | 5,5       | 5,5     |
| 15:45                      | USA         | Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)     | Wrzesień | 53,0                 |           | 52,2    |
| 16:00                      | USA         | Indeks Richmond Fed (pkt.)                     | Wrzesień | -7,0                 |           |         |
| Środa 24.09.2025 r.        |             |                                                |          |                      |           |         |
| 10:00                      | Niemcy      | Indeks Ifo (pkt.)                              | Wrzesień | 89,0                 |           | 89,2    |
| 16:00                      | USA         | Sprzedaż nowych domów (tys.)                   | Sierpień | 652                  | 650       | 650     |
| Czwartek 25.09.2025 r.     |             |                                                |          |                      |           |         |
| 9:30                       | Szwajcaria  | Decyzja o stopach procentowych SNB (%)         | III kw.  | 0,00                 |           |         |
| 10:00                      | Strefa euro | Podaż pieniądza M3 (% r/r)                     | Sierpień | 3,4                  |           | 3,3     |
| 14:30                      | USA         | Finalny PKB (% r/r)                            | II kw.   | 3,3                  | 3,3       | 3,3     |
| 14:30                      | USA         | Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)    | Sierpień | -2,8                 | 0,8       | -0,7    |
| 16:00                      | USA         | Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)      | Sierpień | 4,01                 | 3,97      | 3,95    |
| Piątek 26.09.2025 r.       |             |                                                |          |                      |           |         |
| 14:30                      | USA         | Inflacja PCE (% r/r)                           | Sierpień | 2,6                  | 2,7       | 2,7     |
| 14:30                      | USA         | Inflacja bazowa PCE (% r/r)                    | Sierpień | 2,9                  | 2,9       | 2,9     |
| 14:30                      | USA         | Realne spożycie indywidualne (% m/m)           | Sierpień | 0,3                  |           |         |
| 16:00                      | USA         | Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)            | Wrzesień | 55,4                 | 55,4      | 55,5    |

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

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


**Jakub BOROWSKI**

Główny Ekonomista  
tel.: 600 457 021

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)
**Krystian JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 512 191 822

[krystian.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krystian.jaworski@credit-agricole.pl)
**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 518 003 696

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: [aarutyunyan@credit-agricole.pl](mailto:aarutyunyan@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.