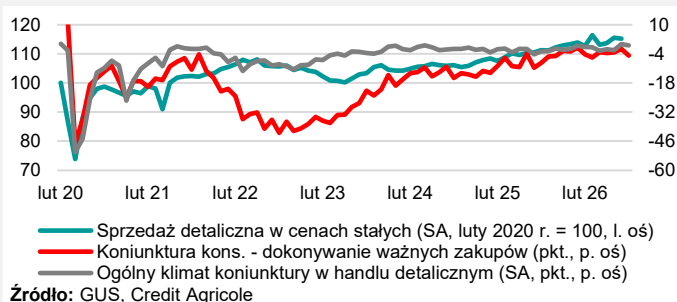
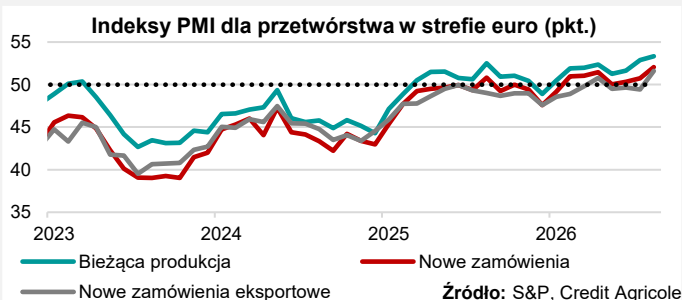


W tym tygodniu

W tym tygodniu opublikowany zostanie zestaw danych dotyczących polskiej gospodarki za sierpień. Oczekujemy, że dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła do 10,0% r/r wobec spadku o 2,4% w lipcu. W naszej ocenie silnemu zwiększeniu produkcji sprzyjała finalizacja projektów realizowanych w ramach KPO, a także efekt niskiej bazy. Zgodnie z naszą prognozą dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadła w sierpniu do 6,5% r/r wobec 6,8% w lipcu, w związku z wygaśnięciem efektu wypłat premii i nagród odnotowanego w poprzednim miesiącu, a tempo spadku zatrudnienia pozostało stabilne i wyniosło 0,8% r/r. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych zmniejszyła się do 3,5% r/r wobec 3,9% w lipcu, co w dużej mierze wynikało z pogorszenia się nastrojów konsumenckich. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (4,5%), a jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W środę opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury PMI w strefie euro za wrzesień. Zgodnie z konsensusem rynkowym oczekiwany jest nieznaczny spadek indeksu zagregowanego PMI Composite do 51,5 pkt. wobec 52,0 pkt. w sierpniu, co oznaczałoby ukształtowanie się wskaźnika nadal

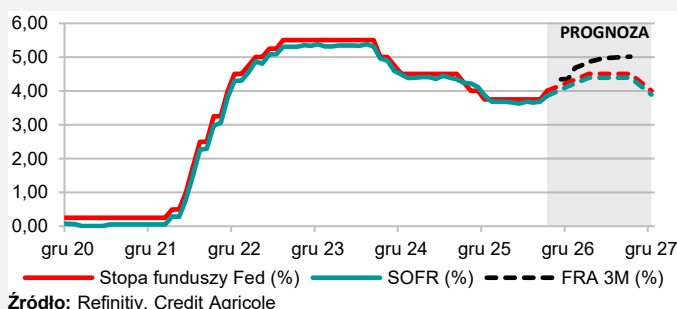


wyrażnie powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Struktura danych najprawdopodobniej wskaże na relatywnie niewielkie zróżnicowanie aktywności między sektorami. Indeks PMI w usługach ma obniżyć się do 51,5 pkt. z 51,6 pkt., pozostając drugi miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt., podczas gdy indeks PMI w przetwórstwie ma utrzymać się na poziomie 52,7 pkt. i pozostać powyżej tej granicy ósmy miesiąc z rzędu. Głównymi czynnikami wspierającymi PMI w przetwórstwie w ostatnich miesiącach były prewencyjne gromadzenie zapasów w związku z utrzymującymi się zaburzeniami łańcuchów dostaw związanymi z konfliktem na Bliskim Wschodzie, rosnący popyt na technologie związane ze sztuczną inteligencją oraz większe zamówienia na sprzęt wynikające ze wzrostu wydatków obronnych. Publikacja wrześniowych indeksów PMI pozwoli ocenić wpływ ponownej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie na aktywność gospodarczą w strefie euro.

W zeszłym tygodniu

Fed podwyższył stopy procentowe o 25 pb, zgodnie z konsensusem rynkowym, podnosząc docelowy przedział dla stopy funduszy federalnych do 3,75–4,00%. Była to pierwsza podwyżka od 2023 r. i ruch odmienny od naszej prognozy zakładającej pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie przy sygnalizowanym przez nas znaczącym ryzyku w górę. Decyzję podjęto jednomyślnie, co mimo wcześniejszych różnic wśród członków FOMC wskazuje na szerokie poparcie dla zacieśnienia polityki pieniężnej. Komunikat miał jastrzębi wydźwięk: Fed wskazał na odporność popytu krajowego i usunął zapis sugerujący, że podwyższona inflacja

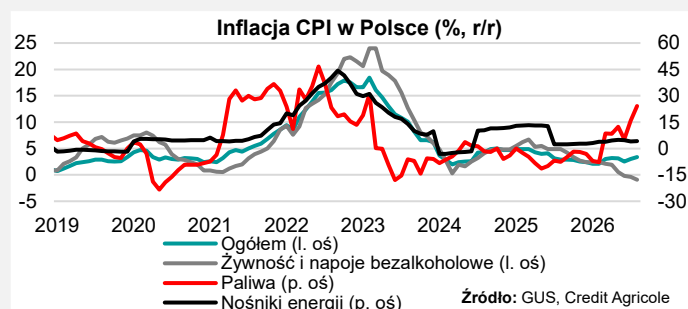
wynika głównie z szoków podażowych. Podczas konferencji prezes Fed K. Warsh nie przedstawił jednoznacznych wskazówek dotyczących kolejnych decyzji, podkreślił jednak, że warunki finansowe trudno uznać za restrykcyjne, a poprawa danych inflacyjnych w miesiącach letnich



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

nie świadczy jeszcze o trwałym osłabieniu presji cenowej. Zaktualizowane projekcje wskazują na wyższy wzrost gospodarczy w 2026 r. (2,3% wobec 2,2% w poprzedniej prognozie) i 2027 r. (2,4% wobec 2,3%), wyższą inflację PCE w 2026 r. (3,7% wobec 3,6%) oraz w 2028 r. (2,1% wobec 2,0%), jak również na niższą stopę bezrobocia w latach 2026-2028 (4,1% w całym okresie wobec odpowiednio 4,3%, 4,3% i 4,2% w poprzedniej prognozie). Mediana oczekiwań członków FOMC dotyczących stóp procentowych zakłada jeszcze jedną podwyżkę do końca 2026 r. i utrzymanie stóp bez zmian w 2027 r., przy czym ośmiu członków oczekuje ich dalszego wzrostu w przyszłym roku. Uwzględniając utrzymującą się presję inflacyjną, odporność amerykańskiej gospodarki oraz jastrzębi wydźwięk wrześniowego posiedzenia FOMC, zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych w USA. Oczekujemy, że po wrześniowej podwyżce Fed dokona jeszcze dwóch podwyżek po 25 pb, w grudniu 2026 r. i marcu 2027 r., podnosząc docelowy przedział dla stopy funduszy federalnych do 4,25–4,50%. Zakładamy zatem, że Fed będzie zacieśniał politykę pieniężną na co drugim posiedzeniu, co pozwoli FOMC oceniać wpływ kolejnych podwyżek na aktywność gospodarczą i inflację, a jednocześnie ułatwi uzyskanie szerokiego poparcia dla dalszego zacieśnienia w warunkach utrzymujących się różnic zdań w Komitecie. Oczekujemy, że po marcowej podwyżce Fed przejdzie do dłuższej pauzy, a pod koniec 2027 r., wraz z wyraźniejszym osłabieniem presji inflacyjnej, obniży stopy łącznie o 50 pb, do przedziału 3,75–4,00%. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy pozostaje przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie, który poprzez dalszy wzrost cen energii i silniejsze efekty drugiej rundy mógłby skłonić Fed do większej skali zacieśnienia lub jego szybszego tempa. Z kolei szybszy od oczekiwań spadek inflacji, w tym ewentualne rewizje w dół danych o inflacji bazowej PCE wynikające ze zmian metodologicznych, mógłby skłonić FOMC do zakończenia cyklu podwyżek już po grudniowym posiedzeniu.

Inflacja CPI w Polsce wzrosła w sierpniu do 3,4% r/r wobec 3,0% w lipcu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (por. MAKROpuls z 15.09.2026). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia inflacji był wzrost dynamiki cen w kategorii „paliwa i smary do prywatnych środków transportu”.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Do wzrostu inflacji ogółem przyczynił się również wzrost inflacji bazowej, która wyniosła w sierpniu 3,3% r/r wobec 3,1% w lipcu. Dane o inflacji wspierają nasz scenariusz, zgodnie z którym średnioroczna inflacja wyniesie 3,3% w 2026 r. i 3,7% w 2027 r.

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z Chin wskazały na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,2% r/r w sierpniu z 4,5% w lipcu, głównie za sprawą korzystnego efektu bazy oraz utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu w branżach zaawansowanych technologii, w szczególności w produkcji półprzewodników, robotów przemysłowych oraz sprzętu telekomunikacyjnego i elektronicznego. Ożywienie pozostaje jednak nierównomierne, na co wskazuje utrzymujący się

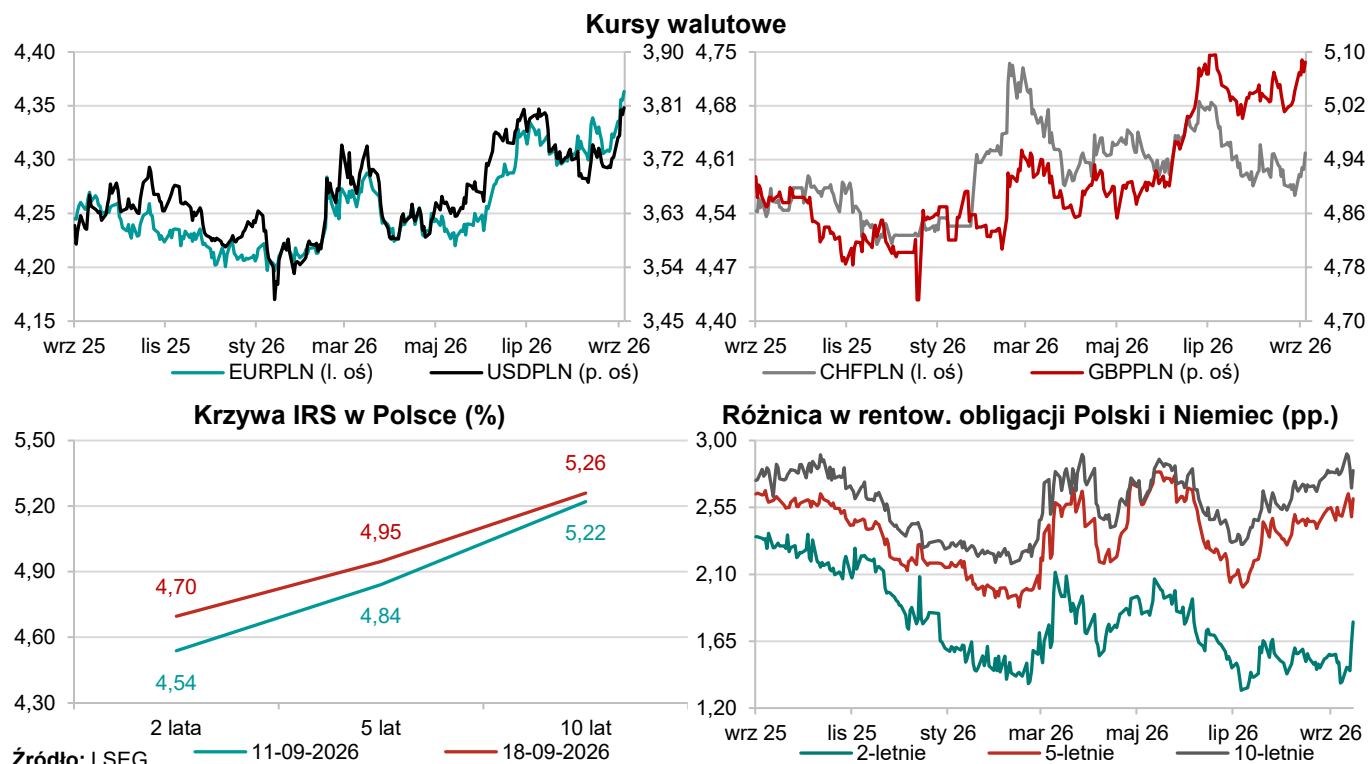
silny spadek produkcji smartfonów oraz osłabienie dynamiki produkcji samochodów elektrycznych i paneli fotowoltaicznych. Dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 0,4% r/r w sierpniu z 0,6% w lipcu, co wynikało z utrzymującej się słabości sprzedaży dóbr trwałego użytku, w szczególności samochodów oraz kategorii powiązanych z rynkiem nieruchomości, takich jak meble, materiały budowlane i sprzęt AGD. Z kolei dynamika inwestycji w ujęciu narastającym spowolniła do -7,2% r/r w sierpniu z -6,7% w lipcu, do czego przyczyniły się przede wszystkim dalszy silny spadek inwestycji na rynku nieruchomości oraz pogorszenie aktywności inwestycyjnej w infrastrukturze i przetwórstwie. Relatywnie wysokie pozostały natomiast dynamiki nakładów w sektorach związanych z zaawansowanymi technologiami. W rezultacie dane potwierdzają utrzymującą się rozbieżność między relatywnie odpornym sektorem przemysłowym, wspieranym przez eksport i branżę zaawansowanych technologii, a słabym popytem krajowym i pogłębiającym się kryzysem na rynku nieruchomości.

 **W ubiegłym tygodniu agencja Moody's obniżyła długoterminowy rating kredytowy Polski z poziomu A2 z perspektywą negatywną do poziomu A3 ze stabilną perspektywą.** Agencja wskazuje na trwałe pogorszenie kondycji fiskalnej Polski, na które złożyły się sukcesywne duże deficyty fiskalne oraz rosnące koszty finansowania. Moody's zwraca również uwagę na procykliczne nastawienie polityki fiskalnej, przejawiające się prowadzeniem dużych deficytów w warunkach utrzymującego się silnego wzrostu gospodarczego. Agencja podkreśla również, że z uwagi na impas między rządem a prezydentem oraz zbliżające się wybory parlamentarne w listopadzie 2027 r., możliwości przeprowadzenia przez rząd konsolidacji fiskalnej są ograniczone. Komunikat zwraca również uwagę na rosnącą rolę zadłużenia narastającego poza zakresem krajowych reguł długu za pośrednictwem różnych funduszy. Moody's oczekuje stopniowej konsolidacji fiskalnej po wyborach w 2027 r., co pozwoli na ustabilizowanie długu publicznego na poziomie 70-75% PKB pod koniec dekady. Według komunikatu pozytywnym elementem pozostaje utrzymujący się silny wzrost gospodarczy w Polsce, który wspierać będą inwestycje finansowane z KPO, funduszy polityki spójności, wydatków na obronność oraz projektów infrastrukturalnych, a także konsumpcja prywatna i eksport netto. Zdaniem agencji podniesienie ratingu mogłoby nastąpić w przypadku wiarygodnego odwrócenia trajektorii długu publicznego w Polsce, skutecznego wdrożenia reform instytucjonalnych oraz "wprowadzenia reform strukturalnych, które trwale przyspieszyłyby wzrost gospodarczy i ograniczyły wzrost wydatków związanych ze starzeniem się społeczeństwa". Z kolei znaczące obchodzenie lub zmiana reguł fiskalnych, silny szok gospodarczy trwale osłabiający wzrost PKB lub pogorszenie sytuacji geopolitycznej w regionie mogłoby wywierać presję na obniżenie ratingu. Decyzja Moody's o obniżeniu ratingu Polski jest negatywna dla kursu złotego i cen obligacji.

Oslabienie kursu złotego po decyzji Fed

W ubiegłym tygodniu na sytuację na rynkach finansowych wpływały przede wszystkim posiedzenie FOMC oraz konflikt na Bliskim Wschodzie. Na początku tygodnia odnotowano dalszy wzrost cen ropy Brent, która we wtorek przejściowo osiągnęła poziom ok. 109 USD za baryłkę. Wynikało to z nasilenia napięć w Cieśninie Ormuz oraz działań rebeliantów Huti w rejonie Morza Czerwonego, w tym uszkodzenia kluczowego dla Arabii Saudyjskiej rurociągu Wschód–Zachód. Wzrost cen surowców energetycznych oddziaływał w kierunku zwiększenia globalnych oczekiwań inflacyjnych, osłabienia złotego oraz wzrostu rentowności obligacji. W drugiej połowie tygodnia ceny ropy spadły do ok. 105 USD za baryłkę, do czego przyczyniły się działania Arabii Saudyjskiej zmierzające do częściowego przywrócenia przepustowości rurociągu i przekierowania dostaw przez Oman oraz informacje o wzroście zapasów produktów naftowych w USA. Najistotniejszym wydarzeniem tygodnia okazało się posiedzenie FOMC i pierwsza od ponad trzech lat podwyżka stóp procentowych Fed, która przyczyniła się do osłabienia złotego oraz wzrostu

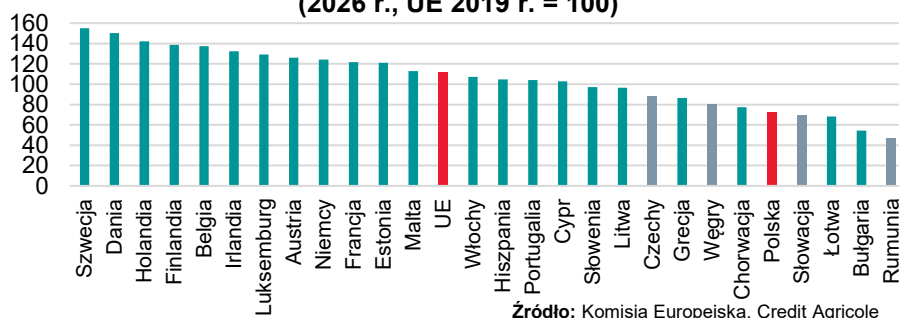
rentowności obligacji o krótszych terminach zapadalności. W efekcie kurs EUR/PLN zwiększył się z ok. 4,32 na początku tygodnia do ok. 4,36 w piątek, kurs USD/PLN zwiększył się z ok. 3,73 do ok. 3,80 na koniec tygodnia, natomiast rentowności polskich obligacji wzrosły, szczególnie na krótkim końcu krzywej dochodowości.



W tym tygodniu uwaga rynków będzie skupiona przede wszystkim na dalszym rozwoju wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Nasza prognoza publikowanej we wtorek sierpniowej sprzedaży detalicznej w Polsce kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego i jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Istotna może okazać się również zaplanowana na środę publikacja wstępnych wyników badań koniunktury PMI w strefie euro za wrzesień.

Jak domknąć lukę innowacyjności w Polsce?

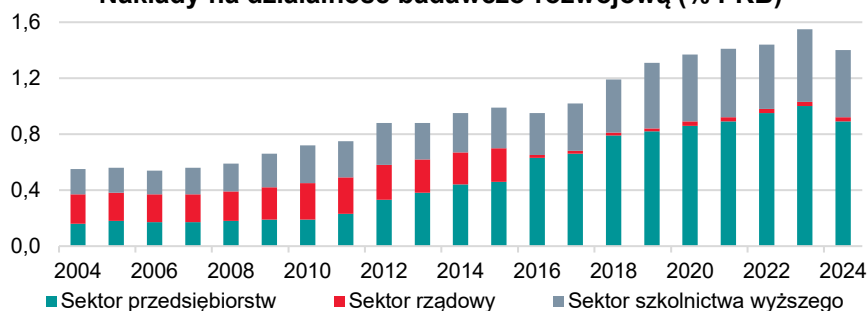
Wyniki w Europejskim Rankingu Innowacyjności (2026 r., UE 2019 r. = 100)



Zgodnie z European Innovation Scoreboard 2026 (EIS 2026) syntetyczny wskaźnik innowacyjności dla Polski kształtował się na poziomie 65,2% średniego wyniku UE, co dawało jej 23. miejsce wśród 27 państw członkowskich i utrzymywało ją w grupie „wschodzących innowatorów” (Emerging Innovators). Wskaźnik ten obejmuje 32 zmienne dotyczące m.in. kapitału ludzkiego i jakości systemu nauki, nakładów

przedsiębiorstw na badania i rozwój i ich finansowanie publicznego, wykorzystania chmury i sztucznej inteligencji, odsetka innowacyjnych MŚP, zgłoszeń patentowych, a także efekty gospodarcze w postaci sprzedaży innowacji oraz eksportu wyrobów zaawansowanych technologicznie. Od 2019 r. polski wskaźnik EIS wzrósł o 16,3 pkt., a więc szybciej niż średnia unijna (11,6 pkt.), Węgry (13,4 pkt.), Czechy (12,6 pkt.) i Słowenia (7,4 pkt.). Wśród państw regionu, wyraźnie szybciej od Polski poprawiała się jedynie sytuacja w Estonii (19,8 pkt.) i Litwie (19,7 pkt.), przy czym Estonia startowała z istotnie wyższego poziomu i jako jedyny kraj regionu osiąga dziś wynik powyżej średniej UE (108,6%, 11. miejsce). Należy jednak zwrócić uwagę, że pomiędzy edycjami badania w latach 2025 i 2026 wskaźnik dla Polski obniżył się o 1,5 pkt. Oznacza to, że w dłuższym okresie obserwujemy stopniową konwergencję w zakresie innowacyjności, ale jej tempo jest niestabilne i nadal niewystarczające, aby przesunąć Polskę do grupy „umiarkowanych innowatorów” (Moderate Innovators) w badaniu EIS, czyli krajów z indeksem innowacyjności na poziomie co najmniej 70% średniej unijnej. Poniżej analizujemy tendencje w zakresie innowacyjności w Polsce oraz ich implikacje dla produktywności i długookresowej ścieżki wzrostu gospodarczego w warunkach zmniejszającej się podaży pracy.

Nakłady na działalność badawczo-rozwojową (% PKB)

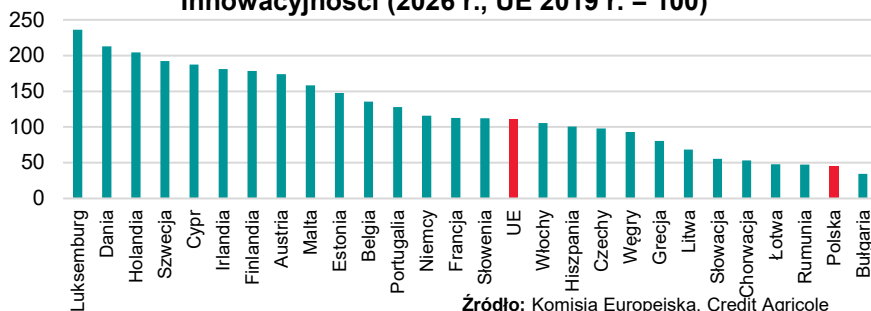


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

wyniosła 2,24% PKB w 2024 r., przy rozpiętości od 3,56% w Szwecji do 0,46% w Rumunii. Około 2/3 wartości nakładów na B+R w Polsce zostało zrealizowane przez sektor prywatny (0,89% PKB wobec 1,39% średnio w UE). Relatywnie niski na tle UE poziom nakładów przedsiębiorstw na B+R trudno przy tym tłumaczyć ograniczoną dostępnością instrumentów wsparcia. Bezpośrednie i pośrednie wsparcie publiczne dla działalności B+R przedsiębiorstw kształtuje się w badaniu EIS na poziomie 76,4% średniej unijnej, a w 2024 r. Polska należała do trzech krajów OECD o najwyższym poziomie subsydiowania podatkowego nakładów B+R dużych przedsiębiorstw. Jednocześnie publiczne nakłady na B+R pozostają niskie i wynoszą 0,51% PKB wobec 0,72% PKB w UE.

Najbardziej widocznym przejawem poprawy polskiej innowacyjności był wzrost nakładów na badania i rozwój. Relacja tych nakładów do PKB wzrosła w Polsce z 0,55% w 2004 r. do 1,56% w 2023 r. Rok 2024 przyniósł jednak odwrócenie tego trendu. Nakłady zmniejszyły się nominalnie o 3,1%, a ich relacja do PKB obniżyła się do 1,41%. Dla porównania, średnia unijna

Wskaźnik "atrakcyjne systemy badawcze" w Europejskim Rankingu Innowacyjności (2026 r., UE 2019 r. = 100)

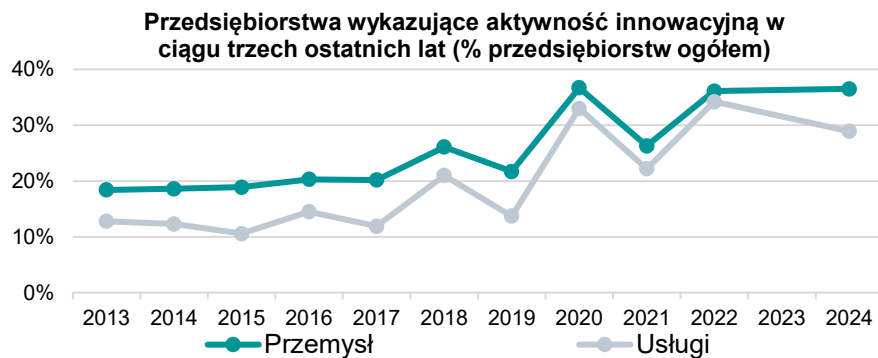


Źródło: Komisja Europejska, Credit Agricole

względem udziału osób z wykształceniem wyższym, ale już tylko 44,4% pod względem liczby nowych doktorów, 47,1% w publikacjach z zagranicznymi współautorami i 53,8% w publikacjach należących do 10% najczęściej cytowanych. Wynik w ramach części "atrakcyjne systemy badawcze" wynosi 40,2% średniej unijnej, co daje Polsce przedostatnie miejsce w UE. Szczególnie niski jest udział doktorantów zagranicznych (12,3% poziomu unijnego), a finansowanie z programu Horizon Europe w przeliczeniu na

Warto zwrócić uwagę, że jednocześnie zasób kadrowy rozwija się szybciej niż same wydatki na B+R. Liczba badaczy (w przeliczeniu na pełne etaty) wzrosła w Polsce o 82,7% w latach 2014-2024, co było jednym z najwyższych wzrostów w UE. Nie przekłada się to jednak na jakość i umiędzynarodowienie systemu nauki. W EIS 2026 Polska osiąga 102,2% średniej UE pod

badacza wyniosło w latach 2023-2025 średnio 1257,9 EUR wobec 4851,9 EUR w UE. Oceniamy, że jest to jedna z najważniejszych barier dla innowacyjności w Polsce – zwiększenie liczby badaczy okazało się nieporównanie łatwiejsze niż zbudowanie ich obecności w międzynarodowych konsorcjach badawczych.

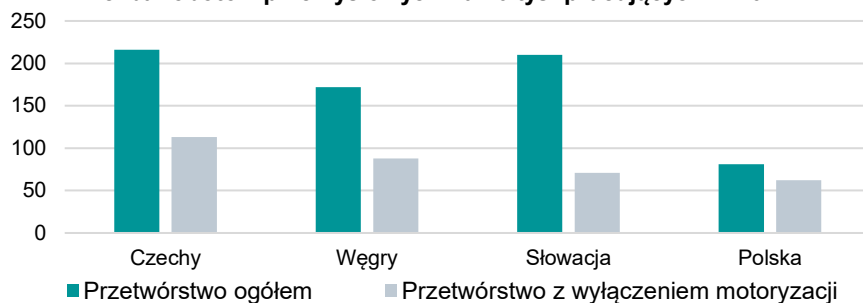


Słabą stroną działalności innowacyjnej w Polsce pozostaje jej niska komercjalizacja. Zgodnie z metodyką badania GUS, przedsiębiorstwo aktywne innowacyjnie to takie, które w badanym okresie wprowadziło co najmniej jedną innowację produktową lub w procesach biznesowych, lub realizowało w tym okresie przynajmniej jeden projekt

innowacyjny. W latach 2022-2024 aktywność innowacyjną wykazało 36,5% przedsiębiorstw przemysłowych i 28,9% usługowych, wobec odpowiednio 36,1% i 34,2% w latach 2020-2022. Odsetek ten zwiększał się konsekwentnie w ciągu ostatniej dekady (por. wykres). Mimo to udział przychodów ze sprzedaży produktów nowych lub istotnie ulepszonych wyniósł w latach 2022-2024 zaledwie 5,9% w przemyśle i 4,6% w usługach. W badaniu EIS 2026 wskaźnik dot. sprzedaży innowacji nowych dla rynku lub dla firmy osiąga 28,7% poziomu unijnego (trzeci najniższy wynik). Relatywnie szeroka aktywność innowacyjna przedsiębiorstw nie generuje więc proporcjonalnej skali przychodów z tej działalności.

Polska nie ma problemu z jakością swojej czołówki innowacyjnej - udział firm samodzielnie rozwijających produkty nowe dla rynku (a nie tylko dla przedsiębiorstwa) wyniósł w 2022 r. 4,9% wobec 5,1% w UE, a więc był praktycznie taki sam. Polska ma natomiast nieproporcjonalnie liczną grupę przedsiębiorstw trwale nieinnowacyjnych: w badaniu 50,7% polskich firm sklasyfikowano jako nieinnowacyjne i niewykazujące skłonności do innowacji, wobec 31,0% przeciętnie w UE. Jednocześnie udział firm samodzielnie wprowadzających innowacje procesowe jest w Polsce wyraźnie wyższy od unijnego (18,5% wobec 7,6%). Oznacza to, że polski model innowacyjności ma charakter głównie procesowy i adaptacyjny: przedsiębiorstwa relatywnie często wdrażają rozwiązania już istniejące, usprawniają procesy produkcyjne, organizację pracy i sposób świadczenia usług, natomiast rzadziej tworzą nowe produkty lub technologie o potencjale rynkowym. Niskie wyniki średnie wynikają przy tym nie tyle ze słabości najlepszych podmiotów, ile z niewielkiej liczby firm prowadzących systematyczną działalność innowacyjną. Ma to bezpośrednie implikacje dla polityki gospodarczej: instrumenty adresowane do firm najbardziej zaawansowanych technologicznie będą miały ograniczony wpływ na wskaźniki zagregowane.

Dane patentowe również wskazują na utrzymującą się lukę innowacyjną Polski względem części krajów regionu. W 2025 r. polscy wnioskodawcy złożyli 621 zgłoszeń do Europejskiego Urzędu Patentowego, tj. 17,0 zgłoszeń na milion mieszkańców. Jest to mniej niż na Litwie (32,2), w Czechach (24,5) i na Łotwie (20,5), ale więcej niż na Węgrzech (13,5), w Bułgarii (11,2), na Słowacji (10,7) i w Chorwacji (10,3). Interpretując dane patentowe, należy ponadto rozróżniać miejsce powstania wynalazku od miejsca własności patentu. Prace badawcze mogą być prowadzone w polskim oddziale międzynarodowej korporacji, podczas gdy patent zostanie zarejestrowany przez spółkę dominującą za granicą. Z drugiej strony samo zgłoszenie krajowe nie przesądza, że wynalazek ma dużą wartość komercyjną.

Liczba robotów przemysłowych na 10 tys. pracujących w 2024 r.


Źródło: Międzynarodowa Federacja Robotyki, Credit Agricole

Naszym zdaniem największa rezerwa produktywności Polski leży nie w przesuwaniu granicy technologicznej, lecz w absorpcji technologii już istniejących. Zgodnie z danymi Eurostatu, w 2025 r. co najmniej jedną technologię sztucznej inteligencji wykorzystywało 8,4% przedsiębiorstw w Polsce wobec 20,0% w UE, 42,0% w Danii i 37,8%

w Finlandii. Jedynie w Rumunii odnotowano niższy niż w Polsce odsetek firm wykorzystujących sztuczną inteligencję (tj. 3,1%). Wśród dużych przedsiębiorstw różnica między Polską a średnią unijną jest wyraźnie mniejsza – AI wykorzystywało odpowiednio 45,8% i 55,0% firm – co sugeruje, że znaczną część luki krajowej wyjaśnia struktura wielkości przedsiębiorstw, a nie sama niechęć do technologii. Nie mamy też do czynienia z prostą luką cyfrową: w badaniu EIS 2026 upowszechnienie dostępu do szybkiego internetu w Polsce przekracza średnią UE (15. miejsce w UE), przetwarzanie informacji w chmurze jest relatywnie mocną stroną Polski (12. miejsce), a cały wymiar cyfryzacji osiąga 89,1% poziomu unijnego. Bardziej jednoznaczna jest luka kapitałowa w robotyzacji. W polskim przetwórstwie na 10 tys. pracujących przypadało w 2024 r. 81 robotów przemysłowych, wobec przeciętnie 231 w UE i 449 w Niemczech, które zajmują trzecie miejsce na świecie. W porównaniu regionalnym Polska wypada najgłębiej – w Czechach wskaźnik ten wyniósł 216, na Słowacji 210, a na Węgrzech 172. Obraz ten poprawia się jednak częściowo po wyłączeniu sektora motoryzacyjnego. W polskim przetwórstwie z wyłączeniem motoryzacji na 10 tys. pracujących przypadały 61 roboty, wobec 113 w Czechach, 88 na Węgrzech i 71 na Słowacji. Polska również szybko nadrabia zaległości - w latach 2020-2024 wykorzystanie robotyzacji w przeliczeniu na pracownika wzrosło o 56% wobec 43% na Węgrzech, 33% w Czechach i 20% na Słowacji.

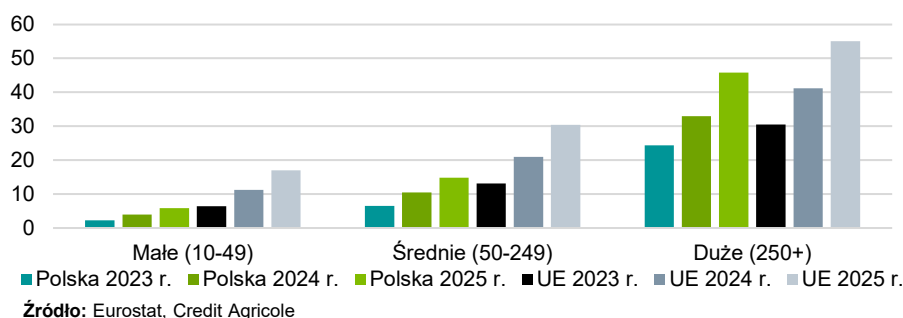
Luka w zakresie innowacyjności Polski została uwzględniona przez rząd w Projekcie Strategii Rozwoju Polski do 2035 r. W kwietniu br. Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej przekazało Radzie Ministrów tę strategię, jednak nie została ona jeszcze przyjęta. Diagnoza przedstawiona w dokumencie jest naszym zdaniem trafna - strategia wskazuje na małą skalę innowacyjności krajowych firm, ograniczony dostęp do kapitału potrzebnego do zwiększania skali działalności przedsiębiorstw, niedostateczną absorpcję technologii oraz słabą współpracę w systemie innowacji. Strategia obejmuje 64 wskaźniki z celami pośrednimi na 2030 r. i docelowymi na 2035 r. Za korzystne uważamy również odejście od strategii opartej wyłącznie na celu dla wydatków na działalność B+R, ale również wprowadzenie mierzalnych celów dla wykorzystania sztucznej inteligencji, robotyzacji, kapitału podwyższonego ryzyka (*venture capital*) i zwiększenia liczby dużych przedsiębiorstw z dominującym prywatnym kapitałem krajowym. Wątpliwości budzi natomiast realność części celów ilościowych. Strategia zakłada wzrost relacji nakładów na B+R do PKB z 1,41% w 2024 r. do co najmniej 2,0% w 2030 r. i 2,5% w 2035 r. Osiągnięcie wydatków na B+R na poziomie 2,0% PKB w 2030 r. wymaga wzrostu tej relacji o 6,0% rocznie, podczas gdy w latach 2019-2024 tempo to wyniosło 1,3%. Za realistyczny uznajemy natomiast cel robotyzacji (wykorzystanie ponad 140 robotów na 10 tys. pracowników w 2030 r. i ponad 210 w 2035 r. Wymagałoby to wzrostu liczby w tempie ok. 9% rocznie wobec 11% w latach 2020-2024. Warto zwrócić uwagę, że nawet docelowy poziom 210 robotów na 10 tys. mieszkańców pozostawałby znacząco poniżej dzisiejszej średniej dla Europy Zachodniej (267). Strategia zakłada również dalsze rozpowszechnienie sztucznej inteligencji, znajdujące odzwierciedlenie we wzroście udziału przedsiębiorstw wykorzystujących tę technologię do co najmniej 34% w 2030 r. i 50% w 2035 r.

Poprawa w zakresie innowacyjności jest kluczowa w kontekście modelu wzrostu Polski, który dotychczas był bardzo skuteczny. Od 2004 r. realny PKB zwiększał się średnio o 3,7% rocznie głównie ze względu na wzrost produktywności. Kluczowe pytanie brzmi, czy w kolejnych latach możliwy będzie dalszy wzrost

produktywności konieczny do utrzymania relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego w warunkach zmniejszającej się podaży pracy. Zgodnie z prognozą demograficzną Eurostatu liczba osób w wieku produkcyjnym będzie zmniejszała się w tempie ok. 0,3% rocznie w horyzoncie do 2035 r. (por. MAKROmapa z 31.08.2026).

W opublikowanym w lipcu raporcie, Bank Światowy analizuje scenariusz dla Polski zbliżony do realizacji celów polityki gospodarczej w zakresie upowszechnienia sztucznej inteligencji, zakładający wzrost odsetka przedsiębiorstw wykorzystujących tę technologię do ok. 40% w 2035 r. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego przedstawionymi w analizie, wykorzystanie sztucznej inteligencji mogłoby podnieść dynamikę wartości dodanej w Polsce o ok. 0,35 pkt proc. w latach 2025–2028 oraz o ok. 1,45 pkt proc. w latach 2029–2035 względem scenariusza bez dalszego wzrostu adopcji AI. Wkład wzrostu łącznej produktywności czynników produkcji (czyli w uproszczeniu zwiększenia produktywności) wynosiłby odpowiednio ok. 0,17 pkt proc. w latach 2025–2028 oraz ok. 0,75 pkt proc. w latach 2029–2035, a pozostała część efektu wynikałaby przede wszystkim z pogłębienia kapitału (wzrostu inwestycji).

Udział firm korzystających z co najmniej jednej technologii AI (%)



Oznacza to, że przy materializacji scenariusza przedstawionego w raporcie Banku Światowego wzrost produktywności z nawiązką skompensowałby spadek podaży pracy w najbliższej dekadzie i pozwolił na utrzymanie umiarkowanego szybkiego tempa wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że wyniesie ono ok. 2,7% r/r w długim okresie.

Dostrzegamy jednocześnie, że osiągnięcie zakładanego wzrostu udziału firm wykorzystujących AI obarczone jest istotnym ryzykiem. Zgodnie z danymi Eurostatu, w ostatnich latach luka adopcyjna między Polską a średnią UE nie zmniejszała się, lecz systematycznie powiększała – z 4,4 pkt proc. w 2023 r. do 7,6 pkt proc. w 2024 r. i 11,6 pkt proc. w 2025 r. Źródłem dywergencji jest sektor małych i średnich firm – duże polskie przedsiębiorstwa osiągają 83% poziomu unijnego, podczas gdy średnie 49%, a małe zaledwie 34%. Uważamy zatem, że bez skutecznej polityki gospodarczej ukierunkowanej na sektor MŚP, scenariusz silnego wzrostu wykorzystania sztucznej inteligencji w horyzoncie do 2035 r. i powiązanego z nim zwiększenia produktywności może okazać się trudny do osiągnięcia.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26	maj 26	cze 26	lip 26	sie 26	wrz 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Kurs EURPLN*	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,31	4,32	4,28
Kurs USDPLN*	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,73	3,72	3,75
Kurs CHFPLN*	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,61	4,60	4,55
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	3,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	3,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	7,4	4,8	4,3	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	5,1	-2,4	10,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,9	2,8	3,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	6,8	5,3	5,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,9	6,8	6,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1360	-2216	-2419		
Eksport (r/r, %, EUR)	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,7	5,5	12,3	10,3		
Import (r/r, %, EUR)	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-5,9	3,8	4,2	7,8	3,8	16,9	12,6		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,5	3,9	3,7	3,5	2,8	2,7	3,1	3,0	3,6	3,7	3,0
Konsumpcja (% r/r)	3,3	2,8	3,1	2,5	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,9	3,2
Inwestycje (% r/r)	2,4	8,4	9,6	8,1	7,2	6,3	4,5	5,9	4,4	7,5	6,4
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	10,8	7,5	5,5	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	7,3	5,7
Import (ceny stałe, % r/r)	6,1	10,4	8,0	6,2	5,2	6,1	6,5	6,1	6,8	7,7	6,4
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,6	1,8	1,2	1,7	1,9	1,9	1,5	2,1	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,3	1,3	1,6	1,8	0,9	1,0	0,8	1,4	0,8	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,0	0,5	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**	6,1	5,8	5,8	5,9	6,1	5,7	5,7	5,8	5,7	5,9	5,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,9	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,0	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,7	5,5	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,3	6,0
Inflacja CPI (%)*	2,4	2,9	3,4	4,5	4,0	4,3	3,6	3,0	3,6	3,3	3,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,85	3,85	3,98	4,10	4,10	4,10	3,73	3,60	3,99	4,10	3,60
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	4,00	4,00	3,50
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,25	4,23	4,21	4,19	4,17	4,21	4,25	4,17
USDPLN**	3,71	3,76	3,75	3,76	3,74	3,69	3,61	3,56	3,58	3,76	3,56

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 21.09.2026 r.						
9:30	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Sierpień	-2,4	10,0	6,8
9:30	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	6,8	6,5	6,6
9:30	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Sierpień	-0,8	-0,8	-0,8
Wtorek 22.09.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Sierpień	5,3	5,4	6,3
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Sierpień	3,9	3,5	4,5
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	11,3	11,0	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	-15,5		-16,5
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Wrzesień	4,0		
Środa 23.09.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	54,3		54,0
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Sierpień	5,8	5,8	5,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Wrzesień	51,6		51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Wrzesień	52,7		52,7
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Wrzesień	52,0		51,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,9		
Czwartek 24.09.2026 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	III kw.	0,00		
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Wrzesień	88,8		89,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	196		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Sierpień	607	619	608
Piątek 25.09.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Sierpień	3,4		3,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Sierpień	1,1	-0,3	-0,5
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	47,8	47,8	

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Crédit 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