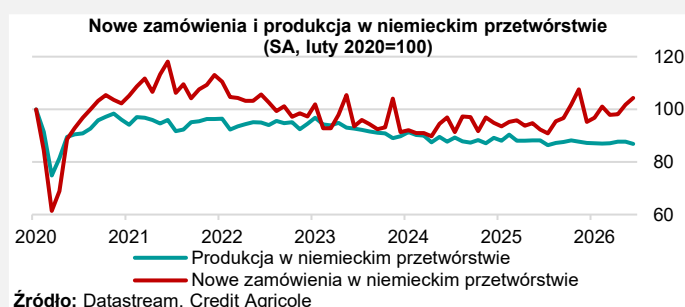
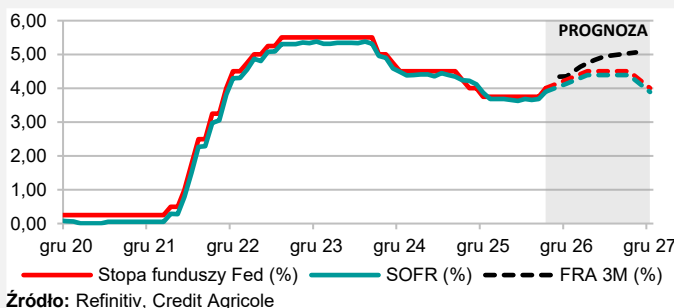


W tym tygodniu

W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Uważamy, że pomimo silnego wzrostu inflacji we wrześniu Prezes NBP będzie studiował oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych (kontrakty FRA wyceniają obecnie zacieśnienie polityki pieniężnej o prawie 100 pb). Podtrzymujemy naszą prognozę jednorazowej podwyżki stóp o 25 pb w listopadzie. Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, że w związku ze wznowieniem interwencji na rynku paliw podwyżka ta ostatecznie się nie zmaterializuje (patrz poniżej).

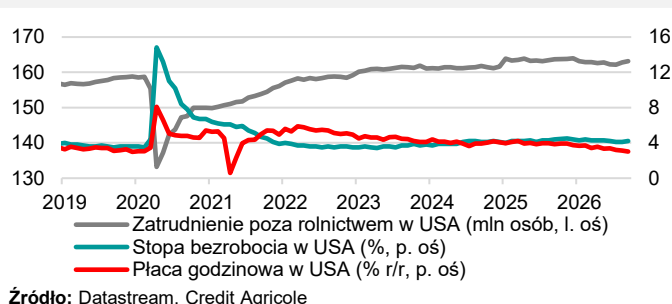
Oczekujemy, że w *Minutes FOMC* znajdą się zapisy wskazujące, że większość członków Fed dostrzega potrzebę dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, choć bez podawania jednoznacznych sygnałów dotyczących tempa i skali kolejnych podwyżek. Wydzwięk protokołu z posiedzenia może mieć jednak ograniczone znaczenie dla rynku, ponieważ od czasu wrześniowego posiedzenia napłynęły nowe informacje, które częściowo dezaktualizują ówczesną ocenę sytuacji gospodarczej. Dotyczy to w szczególności opublikowanych w ubiegłym tygodniu słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy i niższej inflacji PCE, które stanowią argumenty za ostrożniejszym podejściem Fed do dalszych podwyżek stóp (patrz poniżej)

W tym tygodniu opublikowany zostanie zestaw danych z niemieckiego przemysłu za sierpień. We wtorek poznamy dane o nowych zamówieniach w przemyśle – konsensus zakłada ich spadek o 0,8% m/m po wzroście o 2,5% w lipcu. W środę opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej, dla której oczekiwany jest wzrost o 0,5% m/m po spadku o 1,1% w lipcu. Z kolei w czwartek poznamy dane o handlu zagranicznym, przy czym konsensus zakłada zmniejszenie nadwyżki handlowej do 19,0 mld EUR z 21,3 mld EUR w lipcu. Dane te będą ważne z punktu widzenia oceny, czy poprawa koniunktury widoczna w badaniach PMI (por. MAKROmapa z 28.09.2026) znajduje odzwierciedlenie faktycznym ożywieniu niemieckiego przemysłu.



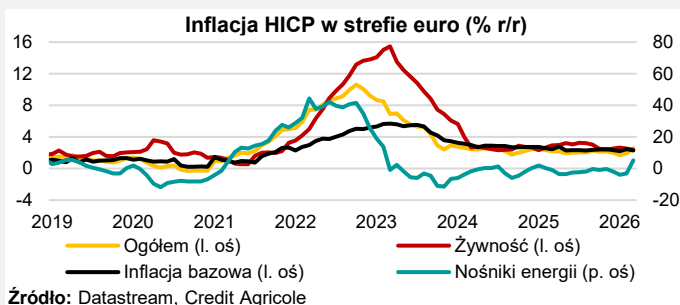
W zeszłym tygodniu

Najnowsze dane z USA wskazały na jednoczesne osłabienie presji inflacyjnej i wyraźne schłodzenie rynku pracy. W sierpniu inflacja PCE ogółem wyniosła 3,4% r/r, a bazowa 3,0%. W obu przypadkach wskaźniki nie zmieniły się względem zrewidowanych w dół danych za lipiec i ukształtowały się o 0,3 pkt proc. poniżej konsensusu. Jednocześnie zatrudnienie poza



rolnictwem zwiększyło się we wrześniu jedynie o 29 tys. wobec 133 tys. w sierpniu, a dane za lipiec i sierpień zostały łącznie zrewidowane w dół o 60 tys. Stopa bezrobocia wzrosła do 4,2% we wrześniu z 4,1% w sierpniu, choć było to przede wszystkim efektem wzrostu aktywności zawodowej do 61,8% z 61,6%. Dodatkowo dynamika wynagrodzeń obniżyła się do 3,0% r/r z 3,1%, co wskazuje na dalsze osłabienie presji płacowej. Dane te zmniejszają naszym zdaniem potrzebę szybkiego kontynuowania cyklu podwyżek stóp przez FOMC i sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszego scenariusza zakładającego dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w USA łącznie o 50 pb do końca I kw. 2027 r.

We wrześniu inflacja HICP w strefie euro zwiększyła się do 3,8% r/r z 3,2% w sierpniu, kształtując się nieznacznie powyżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (3,7%). Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z dalszego przyspieszenia wzrostu cen

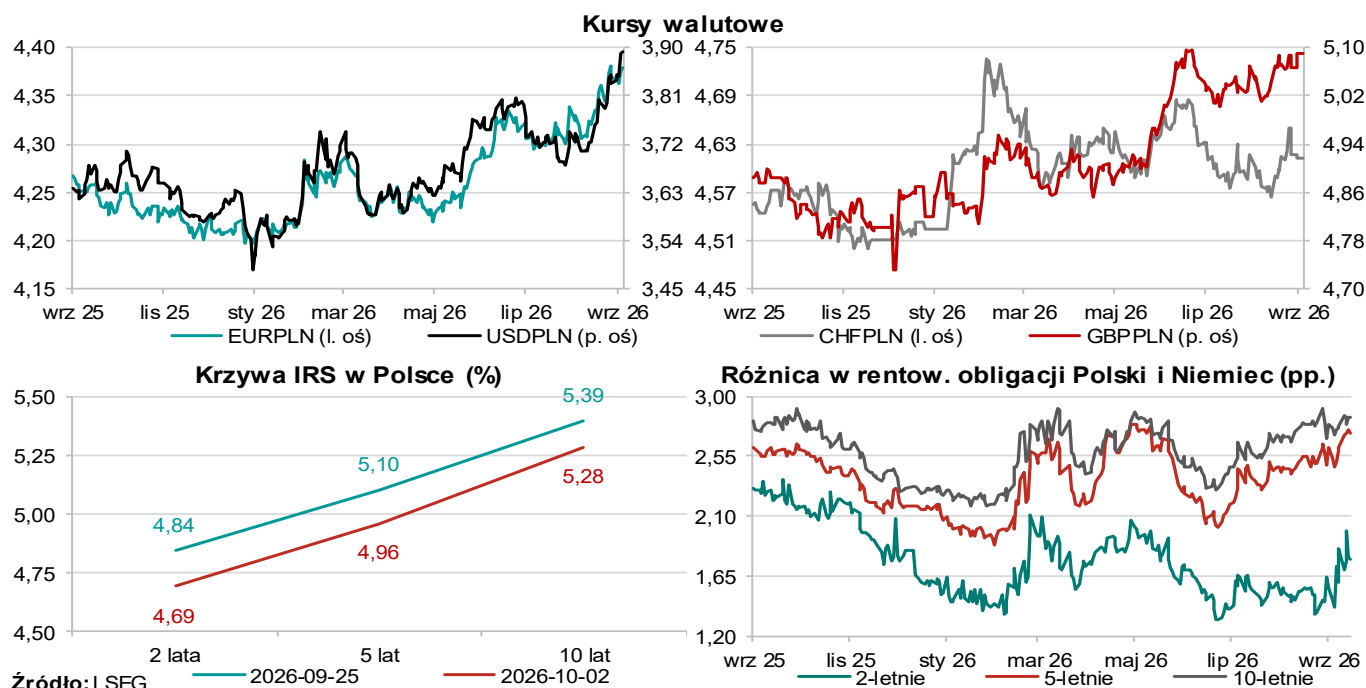


nośników energii i paliw do 18,8% r/r we wrześniu z 14,3% w sierpniu. Jednocześnie inflacja bazowa wzrosła do 2,5% r/r we wrześniu z 2,4% w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami. Struktura danych potwierdza więc, że obecny wzrost inflacji pozostaje w dużej mierze efektem szoku energetycznego, podczas gdy presja na ceny bazowe zwiększa się znacznie wolniej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym inflacja HICP ogółem pozostanie w okolicach 4% do początku 2027 r., po czym będzie stopniowo obniżać się wraz z wygasaniem wpływu cen energii.

Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się do 4,0% r/r we wrześniu wobec 3,4% w sierpniu, przede wszystkim za sprawą dalszego przyspieszenia wzrostu cen paliw. Ceny paliw zwiększyły się o 36,1% r/r wobec 24,2% w sierpniu, co było konsekwencją wygaśnięcia rządowej interwencji na detalicznym rynku paliw. Jednocześnie spadek cen żywności spowolnił do -0,5% r/r we wrześniu z -0,9% w sierpniu, a dynamika cen nośników energii wzrosła do 4,9% z 4,1%. Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do 3,0-3,1% r/r we wrześniu wobec 3,3% w sierpniu. Warto zwrócić uwagę, że od 3 października rząd ponownie uruchomił program „Ceny Paliwa Niżej”, obejmujący obniżenie VAT i akcyzy na paliwa oraz administracyjny limit ceny detalicznej, który ma obowiązywać do końca 2026 r. Oczekujemy, że interwencja doprowadzi w październiku do spadku cen paliw o kilkanaście procent m/m, wyraźnie obniżając ich wkład do inflacji ogółem w kolejnych miesiącach (patrz poniżej).

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł do 49,0 pkt. we wrześniu z 48,3 pkt. w sierpniu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej konsensusu rynkowego (48,7 pkt.). Poprawa miała szeroki zakres i wynikała ze wzrostu wkładów nowych zamówień, produkcji, zatrudnienia i zapasów materiałów, przy czym zarówno nowe zamówienia, jak i produkcja nadal się obniżały, choć wolniej niż w sierpniu. Jednocześnie poprawiły się oczekiwania dotyczące produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, co stanowi umiarkowanie pozytywny sygnał dla aktywności w kolejnych miesiącach (por. MAKROpuls z 1.10.2026).

Ceny ropy i perspektywy polityki pieniężnej kluczowe dla rynków



W ubiegłym tygodniu sytuację na rynkach finansowych kształtowały przede wszystkim oczekiwania dotyczące dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w USA, zmiany cen ropy oraz w drugiej części tygodnia rosnące obawy o sytuację w finansach publicznych Francji. Na początku tygodnia mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego, ale jednoczesnym wyraźnym wzrostem rentowności polskich obligacji i stawek IRS, któremu sprzyjały wysokie ceny ropy, brak postępów w rozmowach USA-Iran oraz rosnące oczekiwania na kolejne podwyżki stóp Fed. We wtorek umiarkowany spadek cen ropy po wznowieniu przesyłu saudyjskim rurociągiem Wschód-Zachód pozwoliły na lekki spadek rentowności polskich obligacji i stawek IRS. Trend ten był kontynuowany w środę wraz z publikacją niższych od oczekiwań danych inflacyjnych z Polski i USA. W czwartek złoty ponownie znalazł się pod presją wraz z pogorszeniem nastrojów rynkowych w związku z obawami o sytuację fiskalną Francji, podczas gdy rentowności polskich obligacji jeszcze lekko się obniżyły z uwagi na osłabienie oczekiwań rynkowych na zacieśnianie polityki pieniężnej przez RPP. Piątkowe, słabsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy przyczyniły się do osłabienia dolara, jednak miały ograniczony wpływ na kurs złotego i ceny polskiego długu.

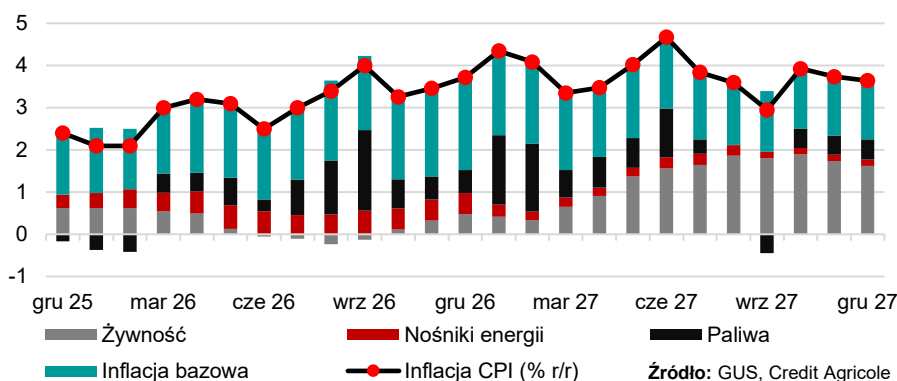
W tym tygodniu sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostanie kluczowym czynnikiem kształtującym nastroje na rynkach finansowych. Głównym krajowym wydarzeniem będzie śródkowe posiedzenie RPP. Oczekujemy utrzymania stóp procentowych bez zmian, a uwaga rynku skupi się na komunikacji Rady w kontekście wzrostu inflacji we wrześniu i wznowienia interwencji na rynku paliw, która zmniejsza prawdopodobieństwo podwyżki stóp w najbliższych miesiącach. Tego samego dnia opublikowane zostaną *Minutes* FOMC, jednak ich znaczenie może być ograniczone po ostatnich słabszych danych z amerykańskiego rynku pracy i niższej inflacji PCE.



Maleje prawdopodobieństwo podwyżki stóp w 2026 r.

W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Ważniejszy od samej decyzji będzie wydźwięk komunikatu i konferencji prasowej po posiedzeniu, w szczególności w kwestii perspektyw kształtowania się stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Poniżej przedstawiamy nasz scenariusz w tym zakresie oraz związane z nim główne czynniki ryzyka.

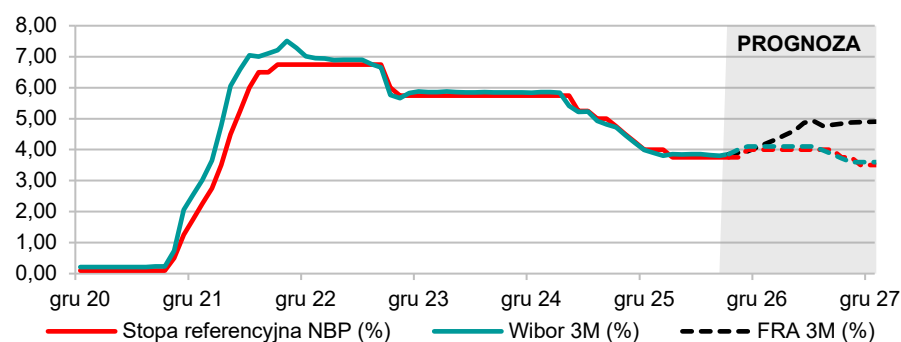
Zgodnie ze wstępnymi danymi GUS inflacja w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 4,0% r/r wobec 3,4% w sierpniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku jej wzrostu było zwiększenie dynamiki cen paliw do 36,1% r/r wobec 24,2% w sierpniu. Jednocześnie szacujemy, że inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżyła się do 3,0-3,1% r/r we wrześniu z 3,3% r/r w sierpniu (patrz powyżej). Jej spadek wskazuje, że dotychczas nie nastąpiło istotne przełożenie szoku surowcowego na ceny w kategoriach bazowych. Wzrost inflacji ogółem pozostaje zatem przede wszystkim skutkiem drożących paliw, a nie nasilania się presji cenowej w szerokim zakresie towarów i usług.



Wznowienie interwencji rządowej na detalicznym rynku paliw (obniżona stawka VAT i akcyza oraz wprowadzenie ceny maksymalnej, patrz powyżej) przyczyni się do spadku inflacji ogółem do 3,3% r/r w październiku. Niemniej jednak przekroczenie przez inflację górnej granicy odchyień od celu NBP, wynoszącej 3,5%, nie będzie zjawiskiem krótkotrwałym.

Oczekujemy, że inflacja pozostanie powyżej tego poziomu do II kw. 2027 r., przejściowo kształtując w okolicach 4,5% r/r w styczniu br. Z punktu widzenia polityki pieniężnej istotna jest nie tylko skala wzrostu cen paliw, lecz również czas utrzymywania się tego szoku. Przedłużający się okres wysokich cen surowców zwiększa bowiem ryzyko przenoszenia wyższych kosztów transportu i produkcji na odbiorców końcowych. W tym kontekście warto odnotować, że zarówno my, jak i konsensus rynkowy oczekujemy wzrostu inflacji PPI do 5,7% r/r we wrześniu z 4,2% w sierpniu, co wskazuje na narastanie presji kosztowej. Podobne tendencje sygnalizuje wzrost składowej indeksu PMI dotyczącej kosztów produkcji (por. MAKROpuls z 01.10.2026).

Pogorszenie perspektyw inflacji w ostatnich miesiącach znalazło odzwierciedlenie w zmianie wypowiedzi części członków RPP. Jeszcze po lipcowym posiedzeniu A. Głapiński dopuszczał złożenie po wakacjach wniosku o obniżkę stóp o 25 pb. We wrześniu wskazywał już na perspektywę ich dłuższej stabilizacji, zaznaczając jednak, że „inna dyskusja będzie, gdy przekroczymy 3,5%”. Z kolei H. Wnorowski i L. Kotecki wskazywali we wrześniu, że przesłanką do podwyżki stóp byłoby trwałe utrzymywanie się podwyższonej inflacji w projekcji NBP. Wypowiedzi te wspierają naszą ocenę, że listopadowa projekcja (sygnalizująca podobny scenariusz inflacyjny do naszego) dostarczy wystarczających argumentów na rzecz podwyżki stóp procentowych.



Źródło: Reuters, Credit Agricole

Jednocześnie stanowiska innych członków RPP wskazują na ograniczoną skłonność Rady do rozpoczęcia dłuższego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, który jest obecnie wyceniany przez kontrakty terminowe (podwyżka stóp procentowych o prawie 100 pb do końca 2027 r.). I. Dąbrowski w wypowiedzi z 15 września nie widział uzasadnienia dla

wyprzedzającego zacieśnienia polityki pieniężnej, wskazując na perspektywę stabilnej inflacji bazowej i ograniczonych efektów drugiej rundy. M. Zarzecki podkreślał natomiast, że Rada nie powinna mechanicznie reagować na bezpośredni wpływ wzrostu cen energii, a kluczowe znaczenie mają perspektywy inflacji bazowej, cen usług i oczekiwań inflacyjnych. Także I. Duda na początku września dopuszczała utrzymanie stóp bez zmian mimo przejściowego przekroczenia przez inflację poziomu 3,5%. W naszej ocenie wypowiedzi te sugerują, że po oczekiwanej przez nas listopadowej podwyżce Rada będzie skłonna poczekać na efekty tego ruchu i dalsze dane dotyczące presji cenowej. Wspiera to nasz scenariusz jednorazowego dostosowania poziomu stóp procentowych w listopadzie br., służącego zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych i ograniczeniu ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że działania państw Zatoki Perskiej i USA na rzecz zwiększenia eksportu ropy przez cieśninę Ormuz oraz wykorzystania ropociągu Wschód–Zachód mogą przyczynić się do silniejszego spadku cen ropy względem zakładanej przez nas ścieżki. Ponadto, wraz ze zbliżaniem się wyborów parlamentarnych w 2027 r., za prawdopodobne uważamy przedłużenie interwencji rządu na rynku paliw również na część przyszłego roku. Materializacja tych czynników ryzyka ograniczałaby skalę i trwałość utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyłeń od celu NBP, zmniejszając potrzebę zacieśnienia polityki pieniężnej. Dlatego dostrzegamy ryzyko, że listopadowa podwyżka może się nie zmaterializować. W tym scenariuszu stopy procentowe nie zmieniają się w najbliższych miesiącach, a w III kw. 2027 r. stopa referencyjna zostanie obniżona do 3,50%, osiągając tym samym swój docelowy poziom.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	paź 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	3,75
Kurs EURPLN*	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,31	4,32	4,36	4,35
Kurs USDPLN*	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,73	3,72	3,85	3,84
Kurs CHFPLN*	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,61	4,60	4,61	4,59
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	3,4		4,0
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	3,3		3,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	7,4	4,9	4,3		2,8
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	5,1	-2,3	6,7		2,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,9	3,1	4,2		5,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	6,8	5,3	6,4		6,6
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,9	6,8	5,6		6,1
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8		-0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8		5,8
Saldo ROB (mln EUR)	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1360	-2216	-2419	-2253		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,7	5,5	12,3	10,3	11,3		
Import (r/r, %, EUR)	7,4	2,7	2,9	9,8	-5,9	3,8	4,2	7,8	3,8	16,9	12,6	10,4		

*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	1,5	2,1	1,7	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,3	1,3	1,6	1,8	0,9	1,0	0,8	0,8	1,3	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
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	3,5	4,5	4,0	4,3	3,6	3,0	3,6	3,3	3,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,85	3,85	3,85	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	4,36	4,32	4,32	4,32	4,31	4,30	4,21	4,32	4,30
USDPLN**	3,71	3,76	3,85	3,82	3,82	3,79	3,72	3,68	3,58	3,82	3,68

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 05.10.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Wrzesień	53,0	53,0	53,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Wrzesień	53,1	53,1	53,1
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	5,1		5,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	5,8		8,1
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Wrzesień	55,4	55,2	55,0
Wtorek 06.10.2026 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	2,5		-1,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	-0,6		0,2
Środa 07.10.2026 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	3,75	3,75	3,75
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-1,1		0,5
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień			
Czwartek 08.10.2026 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	21,3		19,0
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	0,7		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	0,8		
Piątek 09.10.2026 r.						
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	48,1	46,5	47,8

* 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