

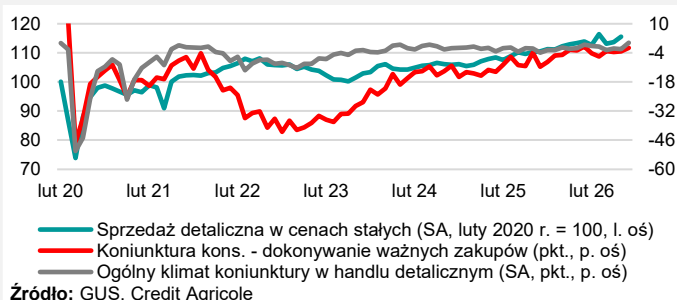
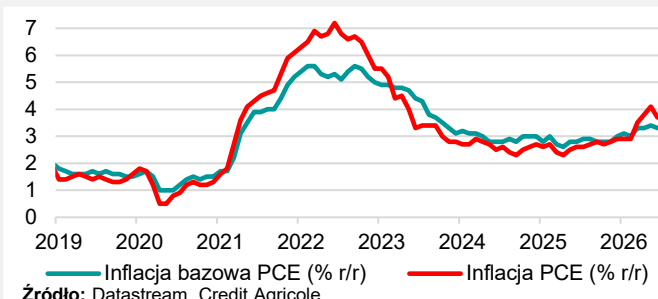
W tym tygodniu

W tym tygodniu uwaga rynków będzie koncentrować się przede wszystkim na dorocznym symposium w Jackson Hole, podczas którego najważniejszym wydarzeniem będzie wystąpienie prezesa Fed K. Warsha (najprawdopodobniej w piątek). Nie spodziewamy się, aby

wykorzystał on tę okazję do przedstawienia jednoznacznych wskazówek dotyczących wrześniowej decyzji FOMC – bardziej prawdopodobne jest podtrzymanie dotychczasowego podejścia zakładającego rezygnację z klasycznego *forward guidance* i koncentrację na szerszych kwestiach dotyczących strategii Fed oraz prac prowadzonych w ramach pięciu powołanych przez niego zespołów. Istotnym punktem odniesienia dla rynku przed jego wystąpieniem będą opublikowane w środę dane o inflacji za lipiec. Oczekujemy, że inflacja PCE obniżyła się do 3,6% r/r z 3,7% w czerwcu, natomiast inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 3,3% r/r. Mimo, że taki odczyt inflacji bazowej pozostawałby powyżej poziomu komfortowego dla Fed, jego struktura powinna być bardziej korzystna – niemal połowa oczekiwanego miesięcznego wzrostu cen bazowych (0,1% m/m) wynika naszym zdaniem z silnego wzrostu cen usług zarządzania aktywami i doradztwa inwestycyjnego, podczas gdy pozostałe kategorie powinny wskazywać na bardziej ograniczoną presję cenową. Taki zestaw danych mógłby przed wystąpieniem K. Warsha ograniczyć oczekiwania na podwyżkę stóp Fed, oddziałując w kierunku spadku rentowności amerykańskich obligacji i osłabienia dolara, co byłoby pozytywne dla złotego i cen polskich obligacji.

Dzisiaj opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce za lipiec. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych obniżyła się do 4,5% r/r wobec 6,2% w czerwcu, zgodnie z konsensusem rynkowym. W kierunku spowolnienia wzrostu sprzedaży oddziaływały przede wszystkim

niekorzystne efekty kalendarzowe. Jednocześnie czynniki fundamentalne pozostawały korzystne – tempo rejestracji samochodów pozostawało wysokie, a badania koniunktury wskazywały na poprawę nastrojów zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorstw z sektora handlu detalicznego. Oczekujemy więc, że mimo niższej rocznej dynamiki dane potwierdzą utrzymanie relatywnie mocnego popytu konsumpcyjnego.



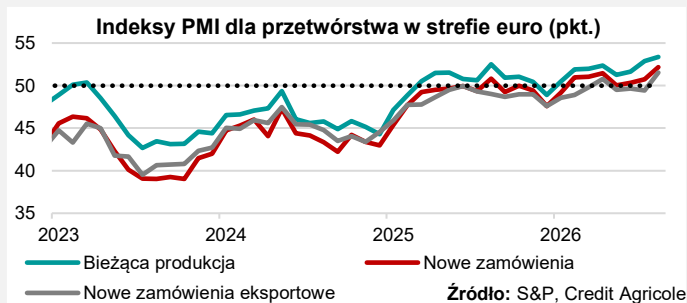
W zeszłym tygodniu

Lipcowe dane z Chin wskazały na szeroki zakres osłabienia aktywności gospodarczej na początku II poł. roku. Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 4,5% r/r w lipcu z 5,3% w czerwcu, sprzedaży detalicznej do 0,6% z 1,0%, a spadek inwestycji w aglomeracjach miejskich pogłębił się do 6,7% r/r z 5,7% w czerwcu. Spowolnienie wzrostu aktywności było związane z utrzymującym się słabym popytem krajowym, dalszą dekoniunkturą na rynku nieruchomości, oraz niekorzystnymi warunkami pogodowymi, podczas gdy relatywnie odporne pozostawały

branże wysokich technologii korzystające z globalnego boomu inwestycyjnego związanego z wykorzystaniem sztucznej inteligencji. Słabsze od oczekiwań dane skłoniły nas do obniżenia prognozy wzrostu PKB Chin w 2026 r. do 4,5% z 4,7%. Jednocześnie oczekujemy zwiększonego wsparcia ze strony polityki gospodarczej w II poł. roku. Powinno to sprzyjać umiarkowanej poprawie aktywności w kolejnych miesiącach, choć bez silniejszego impulsu wspierającego popyt krajowy trudno oczekiwać wyraźnego odbicia wzrostu PKB.

✓ **Minutes z lipcowego posiedzenia FOMC nie dostarczyły istotnych, nowych informacji dotyczących perspektyw polityki pieniężnej, ale potwierdziły utrzymujące się podziały poglądów w ramach Fed.** Większość członków poparła pozostawienie stóp procentowych bez zmian, wskazując, że kolejne dane pozwolą lepiej ocenić trwałość presji inflacyjnej, podczas gdy kilku opowiadało się za podwyżką o 25 pb już na posiedzeniu w lipcu. Jednocześnie wielu członków uważało, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej może okazać się konieczne, jeśli inflacja nie będzie się obniżać. W dyskusji nadal większy nacisk kładziono na ryzyko inflacyjne niż na sytuację na rynku pracy – FOMC ocenił, że rynek pracy pozostaje stabilny, podczas gdy bilans czynników ryzyka dla inflacji jest skierowany w górę. Należy zwrócić uwagę, że od czasu lipcowego posiedzenia FOMC napłynęły jednak łagodniejsze dane o inflacji oraz wyraźnie słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy, co naszym zdaniem zmniejsza prawdopodobieństwo podwyżki stóp na posiedzeniu we wrześniu. Łączny wydzźwięk *Minutes* i późniejszych danych wspiera nasz scenariusz zakładający utrzymanie stóp procentowych Fed bez zmian co najmniej do końca 2026 r.

✓ **Wstępne sierpniowe indeksy PMI wskazały na utrzymanie umiarkowanego wzrostu aktywności w strefie euro przy wyraźnym przyspieszeniu w przetwórstwie, szczególnie w Niemczech.** Zagregowany wskaźnik Composite PMI dla strefy euro



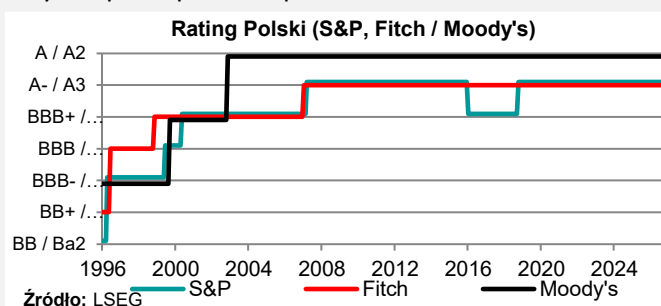
zwiększył się do 52,1 pkt. z 52,0 pkt. w lipcu, przy niezmiennym indeksie dla usług na poziomie 51,7 pkt. i wzroście PMI dla przetwórstwa do 52,8 pkt. z 51,9 pkt. Jednocześnie wskaźnik dla bieżącej produkcji osiągnął najwyższy poziom od 4,5 lat. Wzrost nowych zamówień przyspieszył do najwyższego tempa od 40 miesięcy, a nowe zamówienia eksportowe zwiększyły się po raz pierwszy od 2022 r. Ankietowane firmy wskazywały m.in. na przewencyjne gromadzenie zapasów w związku z utrzymującymi się zaburzeniami łańcuchów dostaw z Bliskiego Wschodu, rosnący popyt na technologie związane ze sztuczną inteligencją oraz większe zamówienia na sprzęt wynikające ze wzrostu wydatków obronnych. Szczególnie pozytywnie wyróżniały się Niemcy, gdzie PMI dla przetwórstwa wzrósł do 54,1 pkt. w sierpniu z 52,2 pkt. w lipcu, a indeks produkcji przemysłowej do 56,7 pkt. z 54,7 pkt., czyli najwyższy od początku 2022 r. Jednocześnie sytuacja w niemieckim sektorze usług dalej pogorszyła się – indeks PMI obniżył się do 48,5 pkt. w sierpniu z 49,8 pkt. w lipcu, przez co Composite PMI spadł lekko do 51,0 pkt. z 51,3 pkt.

✓ **Lipcowe dane z polskiej gospodarki wskazały na kontynuację ożywienia w przemyśle przy przejściowym pogorszeniu aktywności w budownictwie oraz utrzymującej się umiarkowanej presji płacowej (por. MAKROpuls z 20.08.2026).** Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 5,1% r/r wobec 7,4% w czerwcu, kształtując się poniżej naszej prognozy (6,0%), ale powyżej konsensusu rynkowego (4,8%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 0,5% m/m, co potwierdza utrzymanie trendu wzrostowego. Na uwagę zasługuje dalsze przyspieszenie produkcji dóbr inwestycyjnych do 11,1% r/r z 7,3%, wskazujące na postępujące

ożywienie inwestycyjne. Z kolei produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 2,4% r/r wobec wzrostu o 5,2% w czerwcu (wyraźnie poniżej oczekiwań). Jej spadek był skoncentrowany w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej i częściowo wynikał z nieregularnego charakteru rozliczeń po zakończeniu robót, co sugeruje jego przejściowy charakter. Na rynku pracy dynamika zatrudnienia zwiększyła się do -0,8% r/r w lipcu z -0,9% w czerwcu, a dynamika wynagrodzeń przyspieszyła do 6,8% r/r z 5,9%, głównie za sprawą silnego wzrostu płac w górnictwie i energetyce, najprawdopodobniej związanego z przesunięciami wypłat premii i nagród. W rezultacie realna dynamika funduszu płac wzrosła do 2,8% r/r w lipcu z 2,3% w czerwcu, co stanowi wsparcie dla oczekiwanego przez nas lekkiego przyspieszenia konsumpcji w III kw.

Od czasu rewizji naszej prognozy stóp procentowych, zakładającej obniżkę stopy referencyjnej NBP o 25 pb we wrześniu (por. MAKROMapa z 20.07.2026), wzrosło ryzyko, że ruch ten nie zostanie zrealizowany. W ostatnich tygodniach ponownie nasiliły się napięcia na Bliskim Wschodzie, a ceny ropy utrzymują się na podwyższonym poziomie, zwiększając niepewność dotyczącą dalszej ścieżki inflacji. Jednocześnie początkowo wyraźnie gołębie wypowiedzi A. Glapińskiego po lipcowym posiedzeniu RPP nie znalazły szerokiego potwierdzenia w późniejszych komentarzach innych członków Rady. H. Wnorowski, M. Zarzecki i J. Tyrowicz sceptycznie odnosili się do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, natomiast L. Kotecki przesunął się z otwartości na wrześniową obniżkę w kierunku strategii wait-and-see, wskazując m.in. na ponowny wzrost cen ropy. Podtrzymujemy na razie scenariusz obniżki stóp o 25 pb we wrześniu, jednak prawdopodobieństwo utrzymania ich na niezmiennym poziomie wyraźnie wzrosło. Kluczowe dla wrześniowej decyzji RPP będą naszym zdaniem wstępne dane o inflacji za sierpień, które zostaną opublikowane pod koniec miesiąca oraz decyzja rządu dotycząca ewentualnego przedłużenia interwencji na detalicznym rynku paliw poza sierpień.

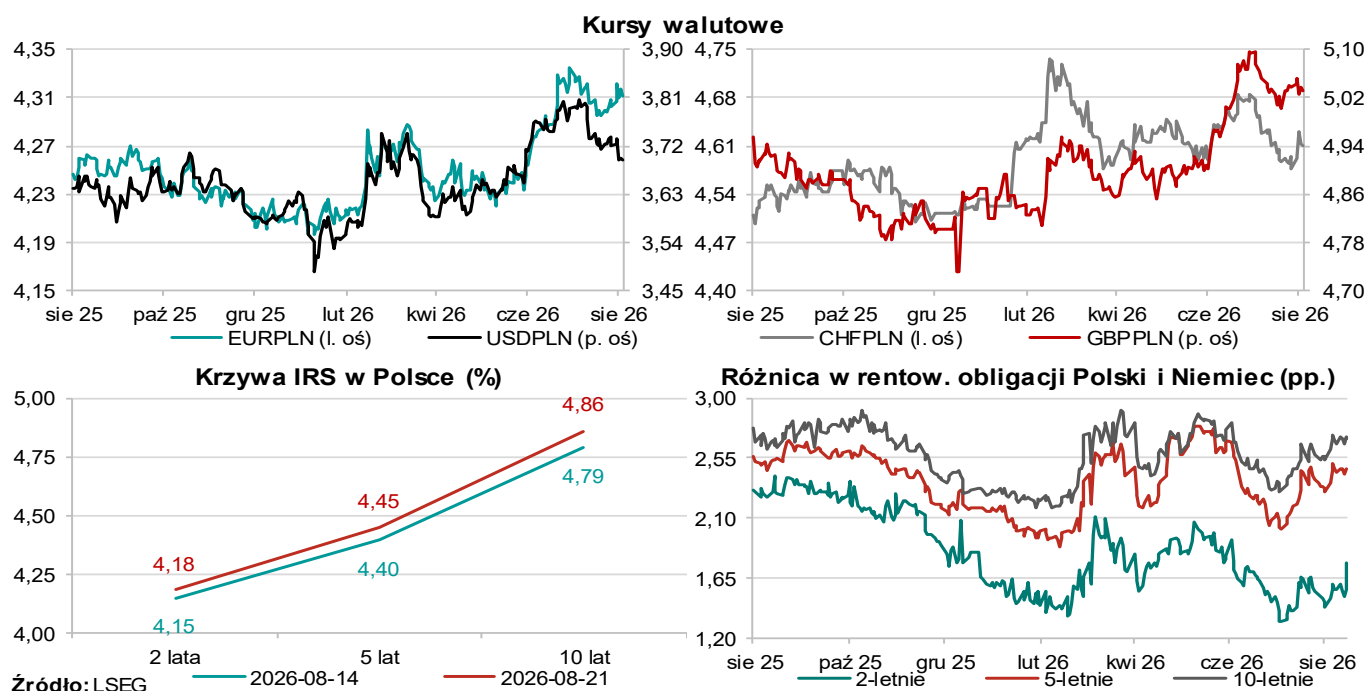
Agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating Polski na poziomie „A-” z perspektywą negatywną. Ocena wiarygodności kredytowej została uzasadniona przez agencję dużą, zdywersyfikowaną i odporną gospodarką, ramami



instytucjonalnymi wynikające z członkostwa w UE, wiarygodną polityką pieniężną i kursową oraz niskim zadłużeniem zagranicznym. Czynnikiem ograniczającym rating pozostają natomiast wysoki deficyt sektora finansów publicznych, szybko rosnący dług publiczny oraz słabsze niż w krajach o podobnym ratingu poziomy dochodu per capita i wskaźniki dotyczące samorządności. Negatywna perspektywa odzwierciedla przede wszystkim brak wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej, napięcia polityczne oraz ryzyko dalszego poluzowania polityki fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi w 2027 r., co ogranicza zaufanie Fitch do zdolności władz do trwałego obniżenia deficytu. W porównaniu z lutowym przeglądem Fitch bardziej pesymistycznie ocenia perspektywy fiskalne Polski, podnosząc m.in. prognozę deficytu na 2027 r. do 6,7% PKB z 6,2% oraz mocniej akcentując ryzyko przedwyborczego zwiększenia wydatków. Agencja prognozuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 6,9% PKB w 2026 r., 6,7% w 2027 r. i 6,1% w 2028 r., a dług publiczny wzrośnie do 72,7% PKB w 2028 r. Do obniżenia ratingu mogłyby prowadzić przede wszystkim brak redukcji deficytu, dalsze przedwyborcze zwiększanie wydatków, słabszy wzrost gospodarczy lub znaczący wzrost kosztów finansowania długu, a także trwałe pogorszenie średniookresowych perspektyw wzrostu wskutek utraty konkurencyjności lub słabszego otoczenia zewnętrznego. Z kolei wyraźne ograniczenie deficytu i spowolnienie

wzrostu relacji długu publicznego do PKB, wspierane również przez wzrost gospodarczy, mogłyby skłonić Fitch przede wszystkim do zmiany perspektywy na stabilną, a w dalszej kolejności stanowić przesłankę dla ewentualnej podwyżki ratingu.

Interwencja Departamentu Skarbu USA neutralna dla polskiego rynku długu

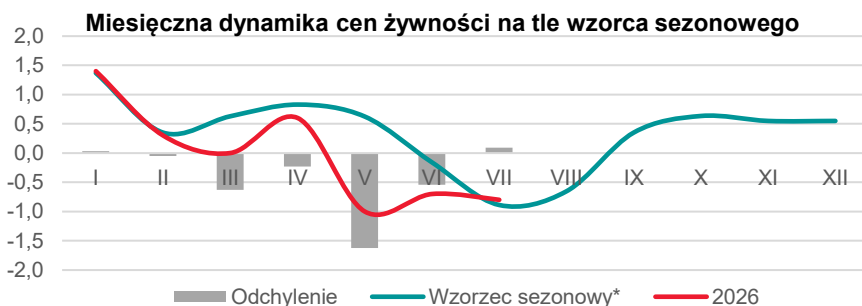


Na początku tygodnia globalna wyprzedaż długu przełożyła się również na wzrost rentowności polskich obligacji i stawek IRS, a spadek apetytu na ryzyko sprzyjał osłabieniu złotego – EURPLN wzrósł powyżej 4,33. Najważniejszym wydarzeniem tygodnia okazała się niespodziewana decyzja Departamentu Skarbu USA o co najmniej podwojeniu, począwszy od września, skali odkupu obligacji długoterminowych. Decyzja wywołała początkowo silny spadek rentowności amerykańskich obligacji, jednak w naszej ocenie sama skala odkupu jest zbyt mała w relacji do wielkości amerykańskiego rynku długu, aby trwale obniżyć rentowności. Traktujemy ją przede wszystkim jako sygnał, że Departament Skarbu jest zaniepokojony wzrostem kosztów finansowania na długim końcu krzywej i jest gotowy wykorzystywać wszystkie dostępne instrumenty w celu jego ograniczenia. Szybkie odwrócenie znacznej części środowego spadku rentowności amerykańskich obligacji już w czwartek było zgodne z takim scenariuszem. Wpływ tej interwencji na krajową krzywą był nieznaczny.

W tym tygodniu uwaga rynków będzie nadal koncentrować się na rozwoju konfliktu na Bliskim Wschodzie. Oprócz tego najważniejszym wydarzeniem będzie doroczne sympozjum w Jackson Hole i wystąpienie prezesa Fed K. Warsha. Istotnym punktem odniesienia przed sympozjum będą środowowe dane o inflacji PCE w USA – potwierdzenie stopniowego wygasania bazowej presji cenowej ograniczałoby oczekiwania na podwyżkę stóp Fed, oddziałując w kierunku spadku rentowności amerykańskich obligacji i osłabienia dolara, co byłoby korzystne dla złotego i cen polskich obligacji. Z kolei dzisiejsze, zgodne z konsensusem dane o sprzedaży detalicznej w Polsce powinny być neutralne dla rynków finansowych.

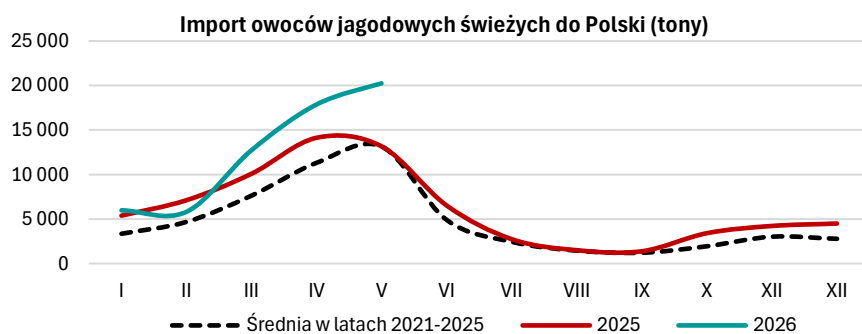
Deflacja cen żywności jest przejściowa

Zgodnie z danymi GUS dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” obniżyła się w lipcu do -0,4% r/r wobec -0,2% w czerwcu. Ostatni raz z deflacją cen żywności mieliśmy do czynienia w 2015 r. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena trwałości tego zjawiska.



Źródło: GUS, Credit Agricole

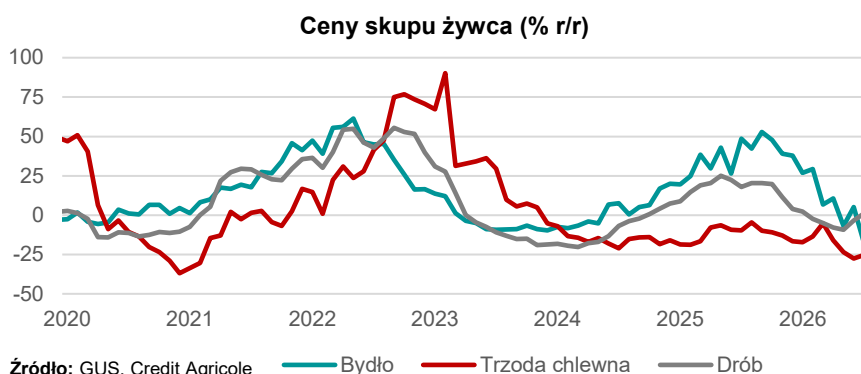
*Wzorzec sezonowy jest przybliżany średnią miesięczną dynamiką cen żywności w latach 2006-2025



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

szczegółności jagodowych, której pojawiają się wcześniej) są kompensowane tanim importem, co znajduje potwierdzenie w danych.

Pewnym zaskoczeniem jest również utrzymujący się spadek dynamiki cen warzyw, głównie za sprawą obniżających się cen ogórków, pomidorów oraz papryki. Warto jednak zwrócić uwagę, że w przypadku tych konkretnych produktów kluczową rolę odgrywają uprawy szklarniowe, które są odporne na niekorzystne warunki agrometeorologiczne. Jednocześnie import kształtował się zgodnie ze swoim wzorcem sezonowym i nie wywierał negatywnego wpływu na ceny warzyw.



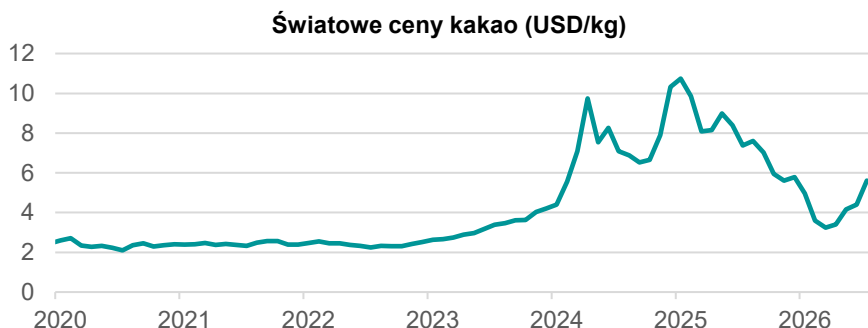
Źródło: GUS, Credit Agricole

obecnie również do czynienia w przypadku cen skupu bydła, niemniej wołowina ma marginalne znaczenie z punktu widzenia spożycia mięsa w Polsce. We wszystkich przypadkach niższe ceny są efektem rosnącej

Od marca do czerwca obserwowaliśmy wyraźne odchylenie się miesięcznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych od swojego wzorca sezonowego. Chociaż zmniejszenie dynamiki cen w tej kategorii miało szeroki zakres produktowy, to jego głównym źródłem był silny spadek dynamiki cen owoców. Zgodnie z danymi GUS wynikał on z obniżenia cen owoców jagodowych świeżych oraz wolniejszego niż przed rokiem wzrostu cen owoców pestkowych i ziarnkowych świeżych. Silny spadek dynamiki cen owoców nastąpił mimo niekorzystnych warunków agrometeorologicznych w Polsce w I poł. br. (susza, przymrozki – por. AGROmapa z 16.06.2026). Sugeruje to, że pojawiające się pierwsze słabe tegoroczne zbiory części owoców (w

Do spadku dynamiki cen żywności w ostatnich miesiącach przyczyniła się również niższa dynamika cen w kategorii „zwierzęta żywe, mięso i pozostałe części lądowych zwierząt rzeźnych”. Wynika to z obserwowanego w ostatnich miesiącach spadku cen skupu trzody chlewnej oraz drobiu. Z silnym spadkiem cen mamy

podaż. Szczególnie trudna sytuacja jest obserwowana na rynku trzody chlewnej, gdzie ceny w ostatnich miesiącach kształtowały się poniżej progu opłacalności produkcji.



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

obserwowany obecnie ponowny wzrost cen wkrótce będzie miał charakter proinflacyjny.

W kierunku obniżenia dynamiki cen żywności w ostatnich miesiącach oddziaływała także niższa dynamika cen w kategorii „cukier, wyroby cukiernicze i desery”, głównie za sprawą wyraźnego obniżenia cen czekolady i kakao. Jest to konsekwencją spadku cen na światowym rynku kakao z ich szczytu w 2025 r., wraz ze wzrostem jego podaży. Warto jednak zauważyć, że

Dynamika cen obniżyła się również w kategoriach „zboża i produkty zbożowe”, „oleje i tłuszcze” oraz „napoje bezalkoholowe”. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że poza czynnikami o charakterze fundamentalnym presję na spadek cen wywiera utrzymująca się ostra konkurencja pomiędzy sieciami handlowymi, co sprzyja szerokiemu zakresowi obniżenia dynamiki cen żywności.



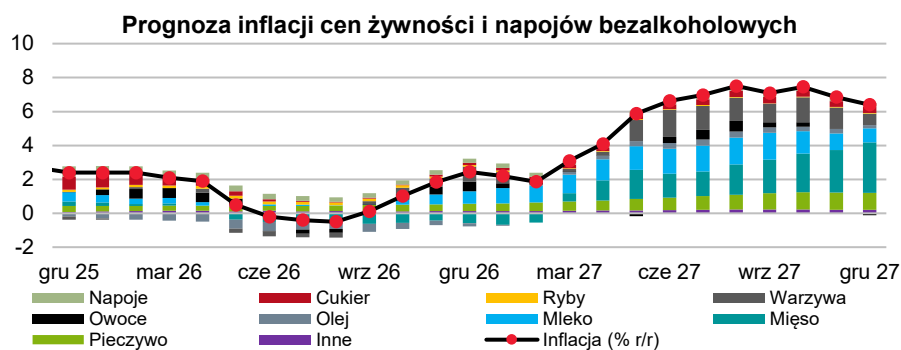
Źródło: Bank Światowy, Datastream, Credit Agricole

Uważamy, że obserwowana obecnie deflacja cen żywności w Polsce ma charakter przejściowy. Po pierwsze, nadal oczekujemy, że szok na rynku energii związany z blokadą Zatoki Perskiej znajdzie odzwierciedlenie w cenach (por. MAKROmapa z 22.06.2026). Uważamy jednak, że efekt ten będzie słabszy niż pierwotnie oczekiwaliśmy, ze względu na ostatnie korekty cen na światowym

rynku ropy naftowej i gazu. Znalazły już one odzwierciedlenie w częściowych obniżkach cen nawozów, przy czym pozostają one nadal wyższe niż przed wybuchem wojny w Iranie. Uważamy, że szok na rynku nawozów, poprzez wzrost kosztów produkcji roślinnej, będzie wywierać szeroką presję na ceny żywności, szczególnie w II poł. 2027 r.

Po drugie, w przypadku części surowców rolnych, ceny znajdują się w naszej ocenie blisko dołków cenowych i wkrótce nastąpi ich odbicie. Tak jest m.in. w przypadku produktów mlecznych oraz

wieprzowiny (por. AGROmapa z 16.06.2026).



Źródło: GUS, Credit Agricole

Jednocześnie w I poł. 2027 r. będziemy mieć do czynienia z efektami niskiej bazy wynikającymi z obserwowanych obecnie tendencji cenowych. Będzie to dodatkowym czynnikiem podbijającym wzrost cen w 2027 r. W konsekwencji, uwzględniając niższy punkt startowy oraz nasze prognozy kształtowania

się cen na poszczególnych rynkach rolnych, zrewidowaliśmy w dół nasz scenariusz cen żywności, przy czym podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą tempo wzrostu cen przyspieszy w 2027 r. Obecnie oczekujemy, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniesie 1,1% r/r w 2026 r. (2,0% przed rewizją), a w 2027 r. przyspieszy do 5,5% (6,8%). Jednocześnie podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym dynamika cen żywności osiągnie swoje maksimum lokalne w III kw. 2027 r., przy czym będzie ono niższe niż pierwotnie zakładaliśmy (7,2% wobec 8,2% w poprzedniej prognozie). Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej ścieżki cen żywności są dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz warunki agrometeorologiczne wśród kluczowych eksporterów i producentów żywności.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lip 25	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
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,00	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
Kurs EURPLN*	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,31	4,31
Kurs USDPLN*	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,73	3,69
Kurs CHFPLN*	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,61	4,61
Inflacja CPI (r/r, %)	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	7,4	5,1	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	5,2	-2,4	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,7	2,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	6,8	6,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,9	6,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-1780	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1071	-2216		
Eksport (r/r, %, EUR)	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,7	5,5	12,3		
Import (r/r, %, EUR)	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-5,9	3,8	4,2	7,8	3,7	16,9		

*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	3,8	3,3	3,4	2,7	2,9	3,1	3,0	3,6	3,5	3,0
Konsumpcja (% r/r)		3,3	2,0	2,3	2,4	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,5	3,2
Inwestycje (% r/r)		2,4	10,3	8,1	7,9	6,8	6,1	5,9	5,5	4,4	7,5	6,4
Eksport (ceny stałe, % r/r)		5,6	5,3	4,5	5,0	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	5,1	5,6
Import (ceny stałe, % r/r)		6,1	5,1	5,6	5,9	5,2	6,1	6,5	6,1	6,8	5,7	6,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,2	1,3	1,2	1,7	1,9	1,9	1,5	2,1	1,4	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,3	1,6	1,3	1,8	0,9	1,0	1,0	1,3	0,8	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,0	0,3	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,1	-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	0,5	0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,2	-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	2,7	3,4	3,2	3,4	3,5	3,0	3,6	2,8	3,3
Wibor 3-miesięczny (%)**		3,85	3,85	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,99	3,60	3,60
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	3,50	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 24.08.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Lipiec	6,8	6,5	5,6
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Lipiec	6,2	4,5	4,5
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	11,8	11,7	11,6
Wtorek 25.08.2026 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,2	0,2	0,2
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Lipiec	5,8	5,8	5,8
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Sierpień	86,6		87,1
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Czerwiec	0,2		0,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Lipiec	628	630	620
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Sierpień	90,8	89,5	90,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Sierpień	5,0		
Środa 26.08.2026 r.						
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	II kw.	1,5	1,5	1,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Lipiec	0,5	-0,3	0,6
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Lipiec	3,3	3,3	3,3
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Lipiec	3,7	3,6	3,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Lipiec	0,4		
Czwartek 27.08.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Lipiec	3,3		3,4
Piątek 28.08.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Sierpień	-0,19		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Sierpień	51,0	51,0	51,2

* 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