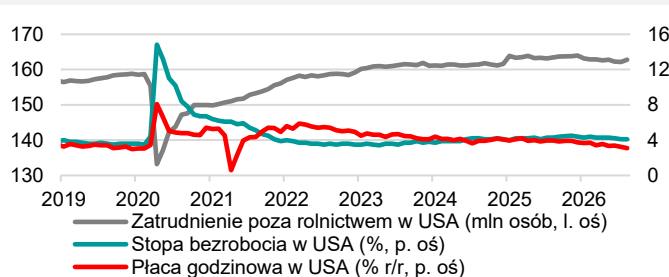


W tym tygodniu

W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA. Po wyraźnie lepszym od oczekiwań sierpniu oczekujemy częściowego spowolnienia tempa wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem we wrześniu (90 tys. wobec 162 tys. w sierpniu). Prognozujemy jednocześnie wzrost stopy

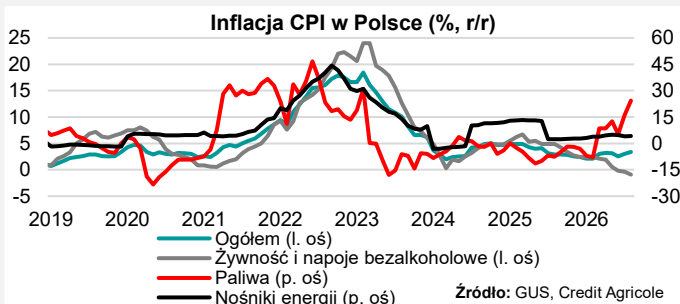


Źródło: Datastream, Credit Agricole

bezrobocia do 4,2% we wrześniu z 4,1% w sierpniu. Przeciętne wynagrodzenie godzinowe zwiększyło się naszym zdaniem o 0,2% m/m, przy jednoczesnej stabilizacji jego rocznej dynamiki we wrześniu na poziomie 3,1%. Oczekujemy, że inflacja PCE obniżyła się w sierpniu do 3,6% r/r z 3,7% w lipcu, a inflacja bazowa do 3,2% r/r z 3,3% w lipcu. Nieco niższe odczyty byłyby pozytywnym sygnałem dla Fed, jednak nie wystarczyłyby, aby powstrzymać go przed dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej. Zakładamy, że stopy procentowe w USA zostaną podniesione jeszcze o łącznie 50pb do końca I kw. 2027 r.

W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że inflacja ogółem wzrosła do 3,7% r/r we wrześniu z 3,2% w sierpniu, co byłoby jej najwyższym poziomem od trzech lat. Głównym źródłem wzrostu inflacji był szybszy wzrost cen nośników energii (18,8% r/r wobec 14,3% w sierpniu), przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,4% r/r. Z kolei w Niemczech prognozujemy wzrost inflacji HICP do 3,4% r/r z 2,9% w sierpniu, głównie za sprawą wyższej dynamiki cen nośników energii (13,7% r/r wobec 9,4%), przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,6% r/r. Warto zwrócić uwagę, że w październiku wzrost inflacji może zostać częściowo ograniczony przez tymczasowe obniżenie stawek podatkowych na paliwa w Niemczech, które według naszych szacunków może obniżyć inflację ogółem w Niemczech i strefie euro o odpowiednio ok. 0,3 pkt proc. i 0,1 pkt proc. Podtrzymujemy nasz scenariusz dla stóp procentowych EBC. Oczekujemy, że bank centralny dokona w tym roku jeszcze jednej podwyżki o 25 pb, najprawdopodobniej w grudniu, a następnie utrzyma stopę depozytową na poziomie 2,75% do marca 2028 r., kiedy zgodnie z naszą prognozą rozpocznie cykl obniżek. Dostrzegamy jednak istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza.

W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji CPI w Polsce za wrzesień. Oczekujemy, że inflacja zwiększyła się do 4,1% r/r z 3,4% w sierpniu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływał naszym zdaniem przede wszystkim wzrost dynamiki cen paliw do 37,8% r/r z 24,4%, co wynikało z wygaśnięcia z



Źródło: GUS, Credit Agricole

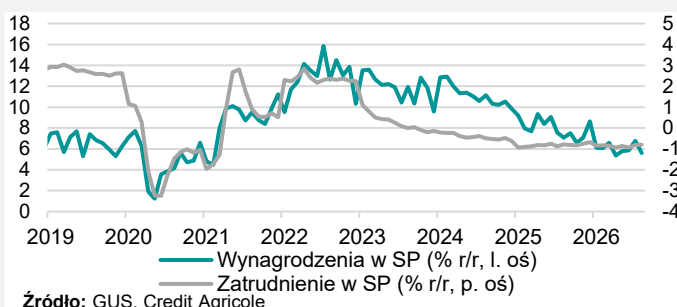
końcem sierpnia drugiej rządowej interwencji na rynku paliw (czasowe obniżenie VAT oraz ponowne wprowadzenie maksymalnych cen detalicznych). Wsparciem dla wzrostu inflacji ogółem była również nieznacznie wyższa inflacja bazowa (3,4% wobec 3,3% w sierpniu). W tym kontekście warto odnotować ubiegłotygodniową wypowiedź L. Koteckiego, członka RPP. Jego zdaniem, jeśli listopadowa projekcja NBP wskaże na trwałe utrzymywanie się inflacji powyżej 4%, RPP mogłaby rozważyć podwyżkę stóp procentowych jeszcze w tym roku lub na początku 2027 r. Taki przebieg wydarzeń byłby spójny z naszym scenariuszem dla polityki pieniężnej w Polsce (jedna podwyżka stóp o 25 pb w IV kw. br.). Nasza prognoza inflacji ogółem jest zgodna

z konsensusem rynkowym, a jej publikacja powinna mieć ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności obligacji.

✓ **W czwartek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że wskaźnik zwiększył się do 49,0 pkt we wrześniu z 48,3 pkt w sierpniu. Wzrost indeksu będzie spójny z wyraźnym ożywieniem aktywności w europejskim przetwórstwie, szczególnie w Niemczech, gdzie wrześniowe indeksy PMI wskazały na dalsze przyspieszenie wzrostu bieżącej produkcji i nowych zamówień (patrz poniżej). Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego (48,7 pkt), tym samym jej materializacja powinna być neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

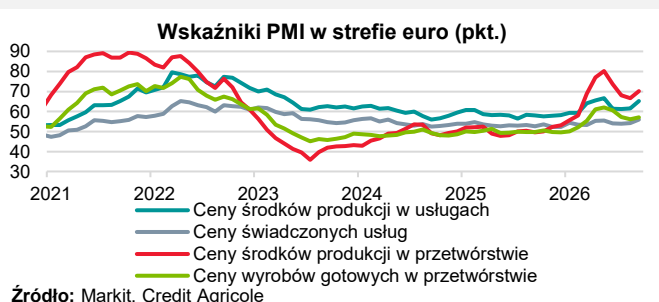
W zeszłym tygodniu

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały sierpniowe dane z polskiej gospodarki (por. MAKROpulsy z 22.09.2026 i z 23.09.2026).** Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 6,7% r/r wobec spadku o 2,3% w lipcu, a po odsezonowaniu wzrosła o 1,9% m/m.



Silne przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w sierpniu było zgodne z naszą oceną, że lipcowy spadek aktywności miał częściowo przejściowy charakter i wynikał z bardziej nieregularnego niż zazwyczaj charakteru rozliczeń. W kierunku wzrostu produkcji budowlano-montażowej oddziaływała również konieczność zakończenia do końca sierpnia części inwestycji realizowanych w ramach Krajowego Planu Odbudowy, co sprzyjało przyspieszeniu prac budowlanych współfinansowanych ze środków unijnych. Z kolei realna dynamika sprzedaży detalicznej spadła do 3,8% r/r w sierpniu z 3,9% w lipcu, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych zwiększyła się w sierpniu o 1,0% m/m. Głównymi czynnikami odpowiadającymi za wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu były rządowa interwencja na rynku paliw w drugiej połowie sierpnia oraz utrzymująca się wysoka dynamika popytu na dobra trwałe użytku. Zgodnie z sierpniowymi danymi z rynku pracy, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,8% r/r, podobnie jak w lipcu, natomiast dynamika wynagrodzeń zmniejszyła się do 5,6% r/r w sierpniu z 6,8% w lipcu, a realna dynamika funduszu płac spadła do 1,3% r/r z 2,8%. Spadek dynamiki wynagrodzeń w sierpniu w porównaniu z lipcem miał szeroki zakres i został odnotowany w większości kategorii. Pomimo tego, nadal uważamy, że presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje umiarkowana. Łącznie dane za sierpień sygnalizują lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w III kw. (3,7% r/r wobec 3,9% w II kw.). Dane wspierają naszą dotychczasową ocenę, zgodnie z którą negatywny wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na sytuację gospodarczą w Polsce pozostaje ograniczony.

✓ **Wrześniowe indeksy PMI wskazały na wyraźną poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro i Niemczech, której towarzyszy ponowne nasilenie presji inflacyjnej.** Zagregowany indeks Composite PMI dla strefy euro zwiększył się do 53,1 pkt we

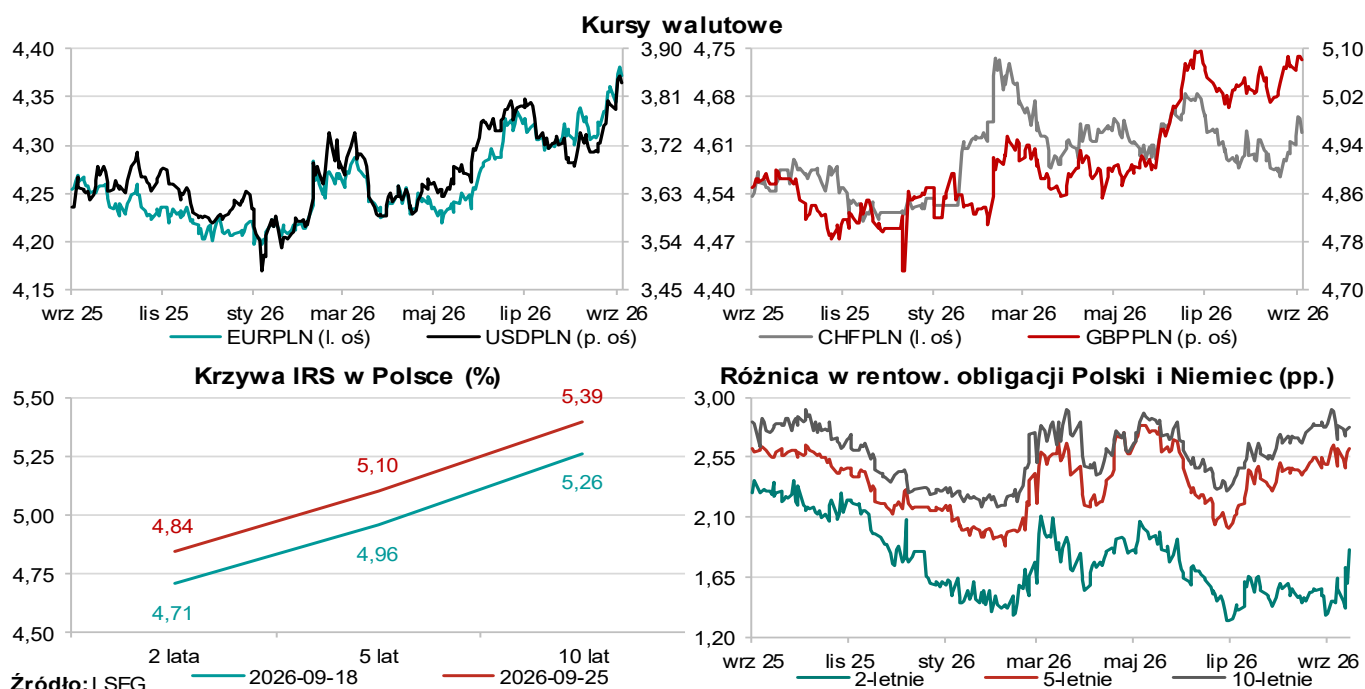


wrześniu z 52,0 pkt w sierpniu, osiągając najwyższy poziom od 41 miesięcy, przy przyspieszeniu wzrostu aktywności zarówno w usługach (53,0 pkt wobec 51,6 pkt), jak i utrzymującym się szybkim wzroście produkcji w przetwórstwie (53,4 pkt wobec 53,3 pkt). Szczególnie istotny jest popytowy charakter poprawy – nowe zamówienia zwiększyły się w najszybszym tempie od maja 2022 r., ponownie wzrosły zamówienia eksportowe, po raz pierwszy od czerwca 2022 r. zwiększyły się zaległości produkcyjne, a zatrudnienie wzrosło drugi miesiąc z rzędu. Poprawa została odnotowana również w Niemczech, gdzie wskaźnik Composite PMI wzrósł do 53,8 pkt we wrześniu z 51,8 pkt w sierpniu. Indeks aktywności w usługach zwiększył się do 52,9 pkt z 49,7 pkt, wracając powyżej granicy 50 pkt, natomiast indeks produkcji w przetwórstwie pozostał bardzo wysoki (55,9 pkt wobec 56,6 pkt). Firmy z obu sektorów wskazywały przy tym na rosnące wydatki inwestycyjne jako czynnik wspierający nowe zamówienia. Jednocześnie coraz silniej widoczne są podażowe efekty konfliktu na Bliskim Wschodzie. Koszty przedsiębiorstw w strefie euro i Niemczech rosły we wrześniu najszybciej od czterech miesięcy, a niemieckie firmy wskazywały wprost na wzrost cen paliw i energii. Przyspieszył również wzrost cen produktów końcowych. Dane wskazują zatem na proinflacyjną kombinację negatywnego szoku podażowego oraz jednoczesnego ożywienia popytu, co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez EBC (patrz powyżej).

 **Zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę kursu EURPLN.** Zmiana wynika przede wszystkim z uwzględnienia perspektyw polityki pieniężnej NBP i innych banków centralnych. Nasz scenariusz zakłada jedynie jedną podwyżkę stóp NBP, podczas gdy rynek wycenia obecnie około trzech. Dlatego oczekiwane przez nas stopniowe dostosowanie oczekiwań rynkowych do naszej ścieżki powinno oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Jednocześnie bardziej jastrzębia polityka pieniężna w USA (por. MAKROmapa z 21.09.2026) ogranicza potencjał do umocnienia PLN. Dodatkowymi czynnikami ryzyka pozostają pogorszenie oceny wiarygodności kredytowej Polski, niepewność polityczna przed wyborami w 2027 r. oraz utrzymujący się deficyt sektora finansów publicznych w okolicach 7% PKB. Uważamy, że EURPLN wyniesie 4,32 na koniec br. i 4,30 na koniec 2027 r. (por. tabela kwartalna).

Rynki pod presją wzrostu cen ropy i oczekiwań na wyższe stopy procentowe

W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała pod silnym wpływem zmian cen ropy oraz oczekiwań dotyczących dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Początek tygodnia przyniósł poprawę nastrojów i spadek ceny ropy Brent w okolice 100 USD za baryłkę w związku z częściową odbudową dostaw z Arabii Saudyjskiej i nadziejami na deeskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. Mimo obniżenia ratingu Polski przez agencję Moody's EURPLN spadł w okolice 4,34, a rentowności polskich obligacji i stawki IRS wyraźnie obniżyły się. We wtorek nieco słabsze od oczekiwań krajowe dane o sprzedaży detalicznej oraz jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli Fed sprzyjały niewielkiemu osłabieniu złotego. W środę obserwowaliśmy odwrócenie trendu, gdy brak postępów w negocjacjach USA-Iran ponownie podbił cenę Brent powyżej 100 USD za baryłkę, a wyraźnie lepsze od oczekiwań indeksy PMI ze strefy euro i USA zwiększyły oczekiwania na dalsze podwyżki stóp przez główne banki centralne. W efekcie, kurs złotego osłabił się, a rentowności polskich obligacji ponownie zaczęły rosnąć. W piątek nastroje na rynkach poprawiły się po doniesieniach, że USA i Iran nadal rozważają etapowe porozumienie zakładające ponowne otwarcie cieśniny Ormuz.



W tym tygodniu uwaga rynków będzie skoncentrowana przede wszystkim na danych o inflacji w strefie euro i USA oraz piątkowym raporcie z amerykańskiego rynku pracy. Dane wyższe od konsensusu mogłyby nasilić oczekiwania rynkowe na bardziej restrykcyjną politykę pieniężną głównych banków centralnych, wywierając presję na osłabienie złotego i spadek cen polskich obligacji. Publikacje danych z Polski (inflacja i wskaźnik PMI) powinny mieć ograniczony wpływ na rynki finansowe.

Tani import spoza UE zmniejsza presję inflacyjną

W MAKROmapach z 15.12.2025, 05.01.2026 i 16.02.2026 zwracaliśmy uwagę na narastające ryzyko przekierowywania strumieni towarów – zwłaszcza z rynków objętych cłami ochronnymi lub innymi restrykcjami – na rynek unijny. Zjawisko to mogłoby prowadzić do gwałtownego wzrostu importu po obniżonych cenach i w konsekwencji osłabiać konkurencyjność producentów z UE. W odpowiedzi na to ryzyko Komisja Europejska (KE) uruchomiła w 2025 r. specjalną grupę zadaniową ds. nadzoru nad importem, której narzędzie koncentrowało się przede wszystkim na wychwytywaniu nagłych wzrostów importu mogących wynikać z przekierowania handlu po wprowadzeniu wysokich ceł na innych rynkach. W czerwcu 2026 r. KE istotnie zmodyfikowała jednak sposób monitorowania tego zjawiska, tworząc nową wersję „barometru importu”. Zmianę uzasadniono ewolucją sytuacji w handlu światowym – wraz z częściową deeskalacją wojny handlowej zmniejszyło się ryzyko gwałtownego przekierowania strumieni handlu. Jednocześnie coraz większym problemem dla europejskich przedsiębiorstw stał się utrzymujący się wzrost importu związany z globalnymi nadwyżkami mocy produkcyjnych, często podtrzymywanymi przez politykę przemysłową i wsparcie państwa. W rezultacie barometr KE koncentruje się obecnie na identyfikacji utrzymującego się w dłuższym okresie wzrostu szybko taniejącego importu, który może prowadzić do wzrostu presji konkurencyjnej na producentów z UE.

Podstawową jednostką analizy w barometrze są poszczególne towary identyfikowane za pomocą ośmiocyfrowych kodów CN (Combined Nomenclature), czyli unijnej klasyfikacji stosowanej m.in. w statystyce handlu zagranicznego. Dla każdego takiego produktu Komisja sprawdza, czy obserwowane zmiany wielkości i cen importu wskazują na trwały wzrost presji konkurencyjnej wywieranej na producentów z UE. W nowej wersji barometru istotnie zmieniono kryteria, na podstawie których dany kod CN zostaje zakwalifikowany do grupy produktów wymagających dalszej uwagi. Obecnie kod CN

zostaje uwzględniony w wynikach barometru, jeśli łącznie spełnia pięć warunków. Po pierwsze, importowane towary muszą należeć do branż, w których funkcjonują unijni producenci. Po drugie, roczna wartość jego importu spoza krajów UE na rynek unijny musi wynosić co najmniej 50 mln EUR. Po trzecie, wolumen importu w analizowanym okresie rocznym musi być co najmniej o 5,2% wyższy niż w poprzednim okresie rocznym. Po czwarte, musi być on jednocześnie co najmniej o 5,2% wyższy niż dwa lata wcześniej. Po piąte, średnia wartość jednostkowa importu, obliczana jako wartość importu podzielona przez jego masę netto, musi obniżyć się w ujęciu rocznym. W najnowszej, wrześniowej edycji barometru analizowany jest okres od lipca 2025 r. do czerwca 2026 r., który porównywany jest odpowiednio z okresami lipiec 2024 r. – czerwiec 2025 r. oraz lipiec 2023 r. – czerwiec 2024 r.

Wcześniejsza metodyka koncentrowała się na wykrywaniu nagłych, nietypowych skoków importu (por. MAKROMapa z 15.12.2025). Zmiana podejścia ma istotne znaczenie dla interpretacji wyników barometru. Liczby kodów identyfikowanych w nowej i wcześniejszej wersji narzędzia nie są bezpośrednio porównywalne. Nowy barometr identyfikuje 902 kody CN, czyli około czterokrotnie więcej niż wcześniejszy system nadzoru. KE wskazuje, że wynika to przede wszystkim z rezygnacji z restrykcyjnego warunku wystąpienia krótkookresowego, nietypowego skoku importu. Oznacza to, że wzrost liczby zidentyfikowanych kodów nie powinien być sam w sobie interpretowany jako czterokrotne zwiększenie skali zagrożenia dla unijnego przemysłu.

KE identyfikuje kody CN na podstawie zmian łącznego importu spoza UE, jednak opublikowana we wrześniu „mapa cieplna” (patrz poniżej) wskazuje na szczególnie duże znaczenie Chin jako źródła presji konkurencyjnej. W 13 spośród 15 analizowanych branż to właśnie w imporcie z Chin największa liczba kodów CN spełniała kryteria barometru. Wyjątkami były „Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych”, gdzie najwięcej takich kodów odnotowano w imporcie z państw ASEAN, oraz „Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo”, gdzie dominował import z państw MERCOSUR.

Wyniki klasyfikacji zagrożonych grup towarowych przedstawiono na wykresie bąbelkowym. Każdy punkt odpowiada jednej z 15 analizowanych kategorii PKD, przy czym jego położenie odzwierciedla medianę dynamiki wolumenu importu do UE oraz medianę spadku cen dla kodów CN zaklasyfikowanych do danej grupy. Wielkość bąbla pokazuje natomiast liczbę kodów CN, które spełniły kryteria barometru w danym segmencie. Punkty położone najbliżej lewego dolnego rogu wykresu charakteryzują się relatywnie najmniejszym wzrostem importu oraz najmniejszymi spadkami cen. Niemniej we wszystkich przedstawionych branżach mediana wzrostu wolumenu importu przekracza 10%, natomiast mediana spadku cen wynosi od około 6% do około 15%. Przesunięcie punktów w górę i w prawo oznacza większe spadki cen i silniejszy wzrost importu, co może wskazywać na nasilenie presji konkurencyjnej na producentów z UE. W rolnictwie, elektronice i górnictwie mediany spadku cen wynoszą kilkanaście procent, a mediany wzrostu wolumenu importu sięgają około 20% lub więcej w ujęciu rocznym. Wysoka dynamika importu przy jednoczesnych silnych spadkach cen oznacza tu bezpośrednią i silną presję konkurencyjną dla producentów z UE, ale jednocześnie stanowi wyraźny czynnik dezinflacyjny po stronie cen konsumenckich.

Główne kierunki pochodzenia importu spełniającego kryteria barometru KE według branż

	ASEAN	Kanada	Chiny	EFTA	Indie	Japonia	Korea Płd.	Mercosur	Meksyk	Rosja	Tajwan	Turcja	UK	USA	Inne
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo															
Górnictwo i wydobywanie															
Produkcja artykułów spożywczych, napojów oraz wyrobów tytoniowych															
Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych															
Produkcja wyrobów z drewna oraz z papieru; poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji															
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych															
Produkcja wyrobów farmaceutycznych, substancji chemicznych i produktów pochodzenia roślinnego stosowanych w lecznictwie															
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz pozostałych wyrobów z mineralnych surowców niemetalicznych															
Produkcja metali oraz wyrobów z metali, z wyłączeniem maszyn i urządzeń															
Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych															
Produkcja urządzeń elektrycznych															
Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana															
Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz pozostałego sprzętu transportowego															
Pozostała produkcja oraz naprawa i instalowanie maszyn i urządzeń															
Dostarczanie wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją															

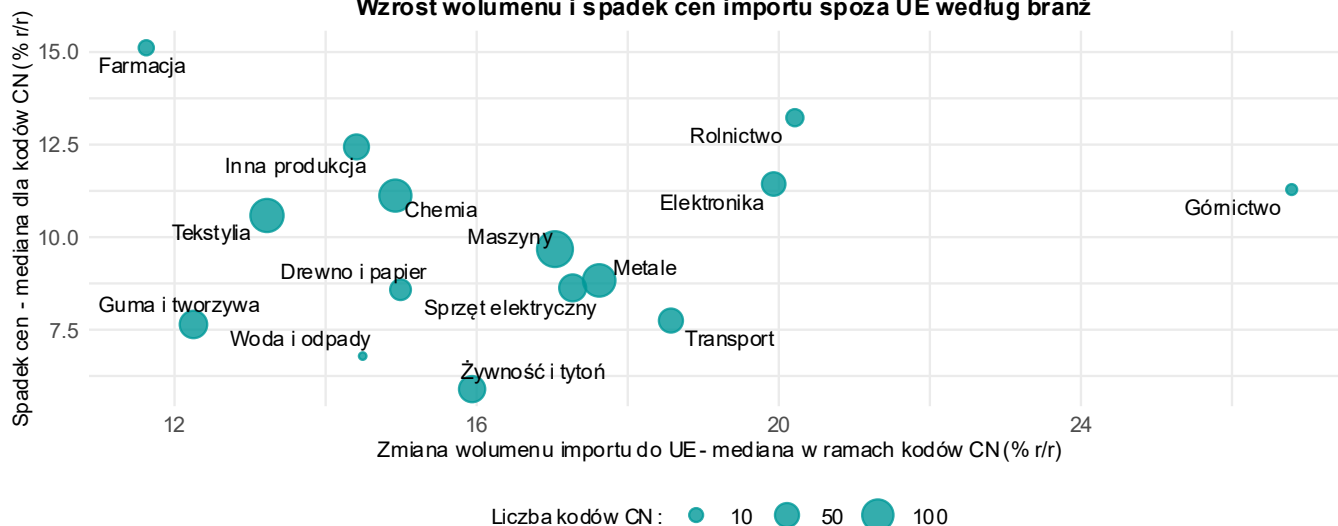
Kraj/region z największą liczbą kodów CN spełniających kryteria barometru w danej grupie PKD

Kraj/region z drugą największą liczbą kodów CN spełniających kryteria barometru w danej grupie PKD

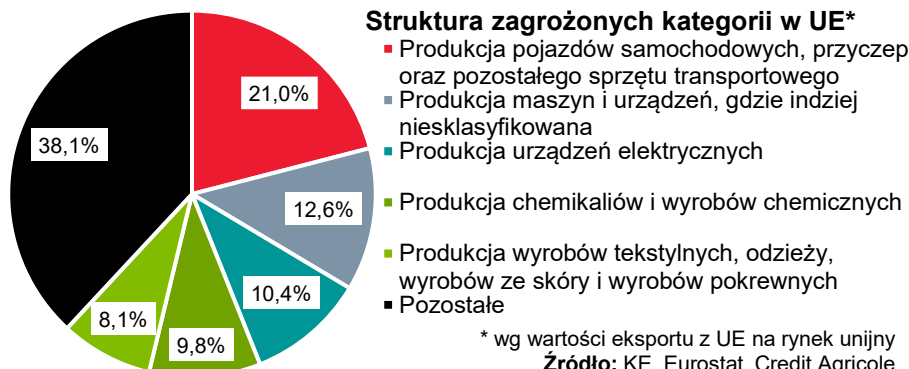
Kraj/region z trzecią największą liczbą kodów CN spełniających kryteria barometru w danej grupie PKD

Źródło: KE, Crédit Agricole

Wzrost wolumenu i spadek cen importu spoza UE według branż

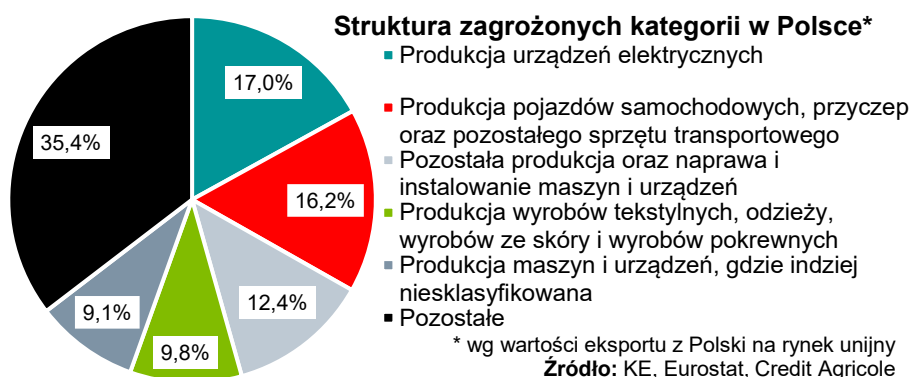


Źródło: Komisja Europejska, Crédit Agricole



wewnątrzunijnego w ramach kodów CN zidentyfikowanych przez barometr. W przypadku całej UE największy udział w wartości takiego eksportu mają „Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz pozostałego sprzętu transportowego” (21,0%), „Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana” (12,6%) oraz „Produkcja urządzeń elektrycznych” (10,4%). Istotne znaczenie mają również „Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” (9,8%) oraz „Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych” (8,1%).

Napływ tańszych towarów z Chin i innych kierunków geograficznych stanowi bezpośrednią konkurencję dla producentów z krajów członkowskich UE sprzedających swoje towary na rynku unijnym. Aby określić, na które sektory przypada największa część wartości eksportu potencjalnie narażonego na tę konkurencję, przeanalizowaliśmy strukturę eksportu



oraz pozostałego sprzętu transportowego” (16,2%), „Pozostała produkcja oraz naprawa i instalowanie maszyn i urządzeń” (12,4%), „Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych” (9,8%) oraz „Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana” (9,1%).

Struktura ekspozycji Polski jest nieco inna. Największy udział w wartości polskiego eksportu do pozostałych krajów UE w ramach zidentyfikowanych kodów CN ma „Produkcja urządzeń elektrycznych” (17,0%), przede wszystkim za sprawą akumulatorów litowo-jonowych. Kolejne miejsca zajmują „Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep

Zagrożenie ze strony importu spoza UE jest znaczące nie tylko w skali mikro, czyli dla poszczególnych grup produktowych w ramach zagrożonych kodów CN, ale również w skali makro. Relacja eksportu z Polski do pozostałych krajów UE w ramach zagrożonych kategorii do całkowitego polskiego eksportu towarów (liczona na danych całorocznych za 2024 r.) wynosi 18,7%. Innymi słowy, jeśli eksporterzy spoza UE w pełni przejęliby zamówienia składane przez odbiorców w krajach UE w ramach zagrożonych kategorii (wypierając tym samym m.in. polskich dostawców), to przy pozostałych warunkach niezmiennych całkowity polski eksport towarów obniżyłby się o 18,7%. Wartość tego eksportu odpowiada ok. 7,7% PKB Polski. Analogiczna ekspozycja w przypadku całej UE wynosi 14,1% łącznego eksportu towarów państw członkowskich i odpowiada ok. 5,2% PKB UE. Relacje te obrazują skalę ekspozycji, a nie potencjalny spadek PKB, ponieważ wartość eksportu obejmuje również importowane komponenty. Pełna ocena wpływu na gospodarkę wymaga ponadto uwzględnienia powiązań w łańcuchach dostaw, z wyeliminowaniem podwójnego liczenia tych samych przepływów. Przykładowo przejęcie przez chińskich eksporterów zamówień realizowanych przez niemieckie firmy skutkowałoby również spadkiem popytu na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce stanowiące wkład do produkcji finalnej w Niemczech. Warto zwrócić uwagę, że napływ wyraźnie tańszego importu spoza UE będzie oddziaływał nie tylko w kierunku obniżenia eksportu i produkcji w krajach członkowskich, ale również będzie stanowił czynnik dezinflacyjny. Taka tendencja stanowi wsparcie dla naszej prognozy przewidującej ograniczony wzrost inflacji bazowej w Polsce w najbliższych kwartałach.

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	4,35
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	3,82
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	4,61
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	5,0	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	-2,3	6,7	
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	3,1	4,2	
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	6,4	
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	5,6	
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.)				1,7				2,1		
	Inwestycje (pp.)				0,9				0,8		
	Eksport netto (pp.)				0,2				-0,5		
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	3,90	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	4,35	4,32	4,32	4,32	4,31	4,30	4,21	4,32	4,30
USDPLN**	3,71	3,76	3,82	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**
Wtorek 29.09.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Wrzesień	-0,22		
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Lipiec	0,2		0,2
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Wrzesień	89,4	90,0	90,0
Środa 30.09.2026 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	49,8		50,1
3:45	Chiny	Indeks RatingDog PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	51,5		51,6
9:30	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	3,4	4,1	4,1
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	2,9	3,3	3,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Wrzesień	38		72
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	II kw.	1,5	1,5	1,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Sierpień	3,3	3,2	3,3
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Sierpień	3,7	3,6	3,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Sierpień	0,0	0,8	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Wrzesień	47,1		51,0
Czwartek 01.10.2026 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	48,3	49,0	48,7
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	53,8	53,8	53,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	52,7	52,7	52,7
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	6,4		6,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	197		
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	57,0		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Wrzesień	54,6	54,5	54,9
Piątek 02.10.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	3,2	3,7	3,6
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	4,1	4,2	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	162	90	84
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	0,9	0,3	0,1

* 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