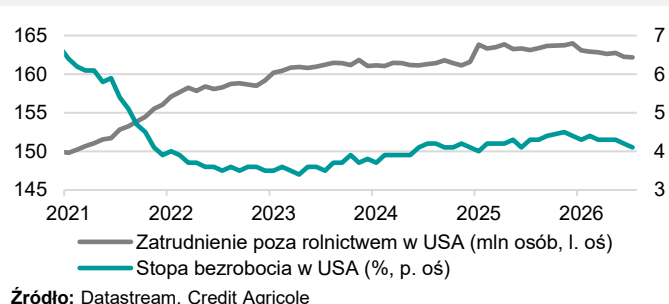


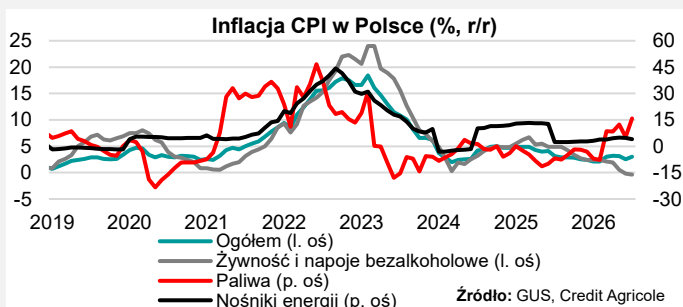
W tym tygodniu

W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z amerykańskiego rynku pracy. Po wyraźnie słabszym od oczekiwań lipcu oczekujemy częściowej korekty zatrudnienia poza rolnictwem – prognozujemy jego wzrost o 65 tys. w sierpniu wobec spadku o 23 tys. w lipcu, choć tempo tworzenia miejsc pracy nadal pozostanie wyraźnie słabsze niż w miesiącach wiosennych. Oczekujemy jednocześnie wzrostu stopy bezrobocia do 4,2% w sierpniu z 4,1% w lipcu. Przeciętne wynagrodzenie godzinowe zwiększyło się naszym zdaniem o 0,3% m/m, przy jednoczesnym obniżeniu jego rocznej dynamiki do 3,1% w sierpniu z 3,2% w lipcu. Taki zestaw danych byłby spójny ze stabilizacją sytuacji na rynku pracy i naszym zdaniem nie zmieniłby istotnie perspektyw polityki pieniężnej Fed, która obecnie pozostaje bardziej skoncentrowana na ryzyku związanym z kształtowaniem się inflacji (patrz poniżej).



We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że inflacja ogółem wzrosła do 3,4% r/r w sierpniu z 2,9% w lipcu, co byłoby jej najwyższym poziomem od trzech lat. Głównym źródłem wzrostu inflacji będzie szybszy wzrost cen nośników energii (15,2% r/r wobec 10,3% w lipcu), przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,5% r/r. Taki zestaw danych wskazywałby, że na razie wtórne efekty szoku paliwowego pozostają ograniczone, choć naszym zdaniem będą nasilały się one w kolejnych miesiącach.

Dzisiaj opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji CPI w Polsce za sierpień oraz pełne dane o PKB za II kw. Oczekujemy, że inflacja zwiększyła się nieznacznie do 3,1% r/r z 3,0% w lipcu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała naszym zdaniem wyższa inflacja bazowa, która



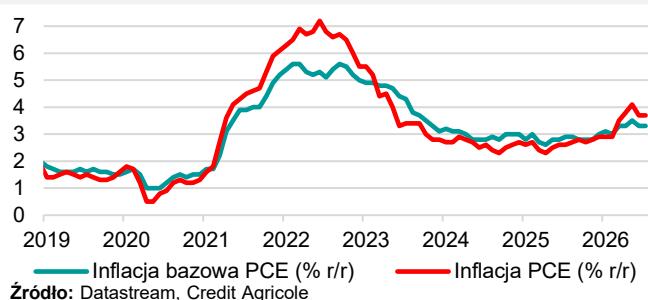
zwiększyła się do ok. 3,2% r/r z 3,1%, oraz wzrost dynamiki cen paliw do 18,6% r/r z 15,8%. Nastąpiło to pomimo wznowienia w drugiej połowie sierpnia rządowej interwencji na rynku paliw (czasowe obniżenie VAT oraz ponowne wprowadzenie maksymalnych cen detalicznych), która ograniczyła skalę wzrostu cen na stacjach benzynowych. Nasza prognoza inflacji ogółem jest zgodna z konsensusem rynkowym, a jej publikacja powinna mieć ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności obligacji. Oczekujemy jednocześnie, że finalne dane o PKB będą spójne ze wstępnym szacunkiem GUS, zgodnie z którym wzrost gospodarczy przyspieszył w II kw. do 3,8% r/r z 3,5% w I kw., a kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych zwiększyła się do 0,9% z 0,6%. Uważamy, że przyspieszenie wzrostu PKB było związane z odbudową aktywności w budownictwie po mroźnej zimie oraz dobrą koniunkturą w przemyśle, szczególnie w branżach eksportowych. Od strony popytowej oczekujemy przyspieszenia inwestycji oraz zwiększenia wkładu eksportu netto, które z nawiązką skompensowały spowolnienie wzrostu konsumpcji prywatnej.

We wtorek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. Podobnie jak konsensus rynkowy oczekujemy, że wskaźnik zwiększył się do 49,2 pkt. w sierpniu z 49,0 pkt. w lipcu. Wzrost indeksu będzie spójny z poprawą krajowej koniunktury obserwowaną w badaniach

GUS oraz wyraźnym ożywieniem aktywności w europejskim przetwórstwie, szczególnie w Niemczech, gdzie sierpniowe indeksy PMI wskazały na dalsze przyspieszenie bieżącej produkcji i nowych zamówień (por. MAKROmapa z 24.08.2026).

W zeszłym tygodniu

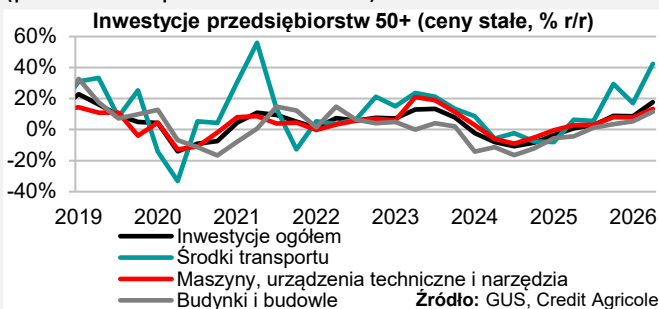
Inflacja PCE ogółem i inflacja bazowa w USA nie zmieniły się w lipcu względem czerwca i wyniosły odpowiednio 3,7% r/r oraz 3,3%. Inflacja bazowa pozostaje więc wyraźnie powyżej celu Fed, choć obniżyła się ze swojego lokalnego maksimum w maju (3,4%). W



piątkowym wystąpieniu w Jackson Hole prezes Fed K. Warsh przyjął wyraźnie jastrzębi ton, podkreślając, że przy inflacji utrzymującej się powyżej celu głównym przedmiotem uwagi Fed powinny obecnie pozostawać ceny. Oceniał, że sytuacja na rynku pracy pozostaje ogólnie dobra, natomiast warunki finansowe trudno uznać za restrykcyjne, a Fed musi mieć pewność, że inflacja bazowa zmierza do celu 2% w wystarczająco szybkim tempie. W przeciwnym razie konieczne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednocześnie nie przesądził o podwyżce stóp już we wrześniu.

Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce obniżyła się w cenach stałych do 3,9% r/r z 6,2% w czerwcu, kształtując się poniżej naszej prognozy zgodnej z konsensusem rynkowym (4,5%). Do spowolnienia przyczyniły się niekorzystne efekty kalendarzowe oraz zakończenie rządowej interwencji na rynku paliw, co znalazło odzwierciedlenie w spadku dynamiki sprzedaży w kategorii „paliwa stałe, ciekłe i gazowe” do -0,2% r/r z 9,0%. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna zmniejszyła się o 0,3% m/m, pozostając nieznacznie poniżej maksimum odnotowanego w marcu. Jednocześnie popyt na dobra trwałego użytku pozostawał silny – sprzedaż pojazdów samochodowych, motocykli i części zwiększyła się o 8,1% r/r wobec 9,6%, a mebli, RTV i AGD o 8,8% wobec 14,8%. W połączeniu z nadal wysoką dynamiką sprzedaży bazowej z wyłączeniem paliw i żywności (5,8% r/r wobec 7,5%) oraz dobrą koniunkturą konsumencką dane te wskazują, że ożywienie popytu konsumpcyjnego pozostaje trwałe, a negatywny wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji jest jak dotąd ograniczony (por. MAKROPuls z 24.08.2026).

W II kw. wyraźnie przyspieszyły inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób. Ich dynamika zwiększyła się do 18,7% r/r w II kw. z 8,7% w I kw., osiągając najwyższy poziom od I kw. 2019 r. Najsilniej wzrosły nakłady na środki transportu (42,3% r/r w II kw.

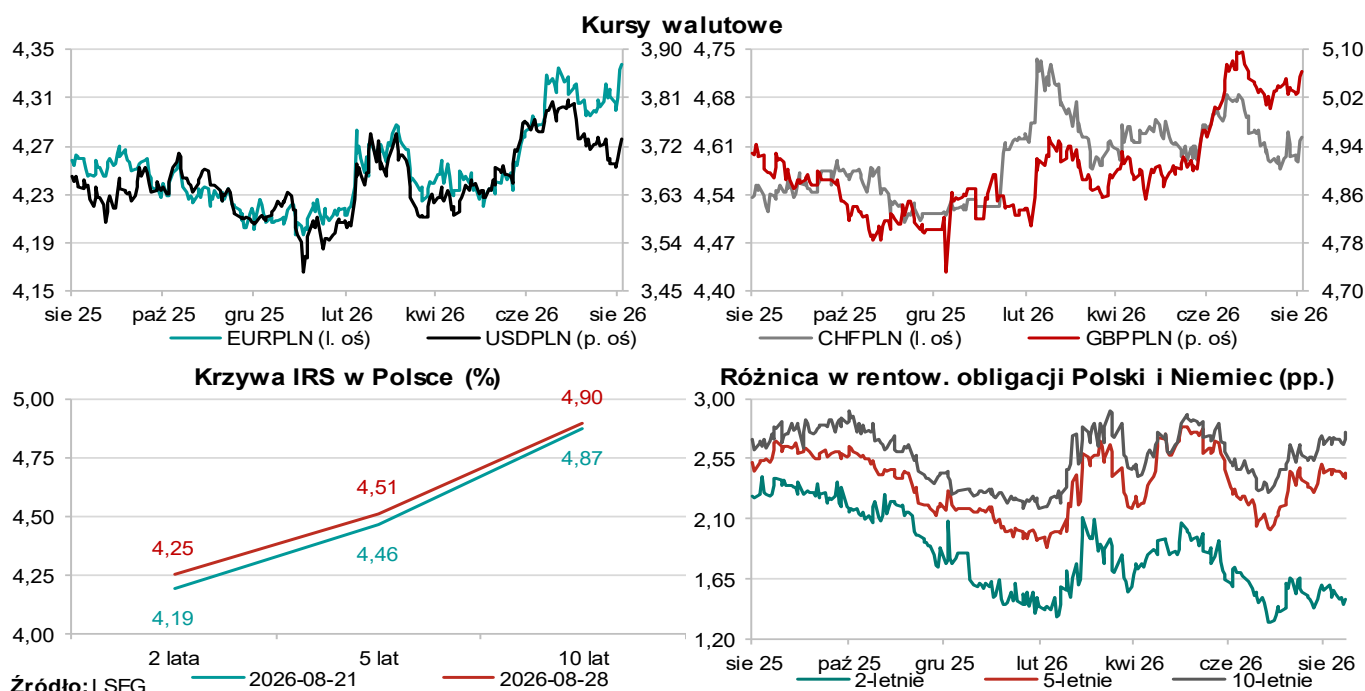


wobec 17,1% w I kw.), wspierane m.in. przez modernizację transportu publicznego. Wyraźnie przyspieszył również wzrost nakładów na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia (13,5% r/r w II kw. z 7,8% w I kw.), a także na budynki i budowle (11,5% r/r z 5,4%). Dane wskazują tym samym na szeroki zakres ożywienia inwestycyjnego i wspierają naszą prognozę silnego wzrostu inwestycji w całej gospodarce w 2026 r. (7,5% r/r), mimo ich relatywnie słabego wzrostu w I kw.

(2,4%), który najprawdopodobniej był częściowo związany z niekorzystnymi warunkami pogodowymi ograniczającymi aktywność budowlaną.

Rząd przyjął projekt budżetu państwa na 2027 r. Założenia makroekonomiczne przedstawione w projekcie oceniamy jako konserwatywne – wzrost PKB ma wynieść 3,0%, a średnioroczna inflacja 2,8%. Deficyt budżetu państwa zaplanowano na 282,6 mld zł wobec 271,7 mld zł w 2026 r., natomiast deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma wynieść 7,1% PKB zarówno w 2027 r., jak i w 2026 r., przy czym szacunek na bieżący rok został podniesiony z wcześniej zakładanych 6,8% PKB. Wysoki deficyt w 2027 r. będzie w dużej mierze związany z rekordową skalą dostaw sprzętu wojskowego, ujmowanych memoriałowo w wyniku sektora finansów publicznych. Po stronie podatkowej projekt uwzględnia m.in. podwyższenie progu dla stawki PIT 12% ze 120 tys. do 130 tys. zł, wprowadzenie stawki 24% dla dochodów 130-150 tys. zł i przesunięcie progu wejścia w stawkę 32% do 150 tys. zł, a także ograniczenie limitu przychodów uprawniającego do ryczału z 2 mln euro do 250 tys. euro oraz wzrost podatku CIT dla największych przedsiębiorstw (o rocznych przychodach przekraczających 50 milionów euro z 19% do 22%).

Geopolityka i dane z USA pozostają kluczowe dla rynków



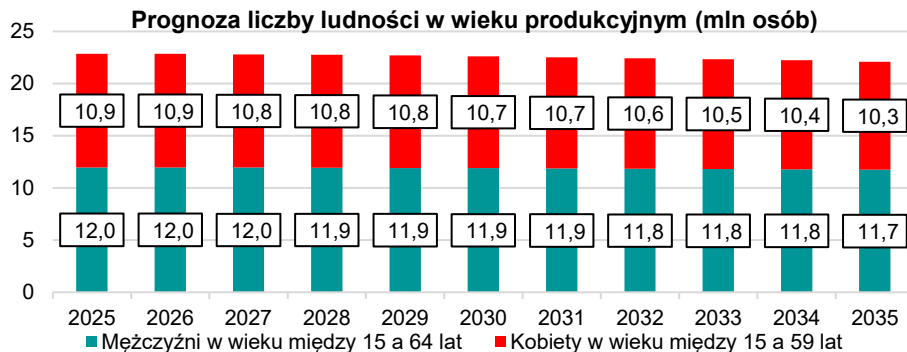
W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała pod silnym wpływem zmian cen ropy oraz napięć geopolitycznych. Na początku tygodnia informacje o możliwych postępach w rozmowach dotyczących żeglugi przez cieśninę Ormuz doprowadziły do spadku ceny ropy Brent poniżej 90 USD za baryłkę. Spadek globalnej awersji do ryzyka sprzyjał umocnieniu złotego w okolice 4,30 za euro oraz wyraźnemu spadkowi rentowności polskich obligacji i stawek IRS. W środę, wyższy od oczekiwań odczyt inflacji PCE w USA zwiększył oczekiwania na podwyżkę stóp Fed, co doprowadziło do lekkiego osłabienia złotego, jednak dobry przebieg aukcji Ministerstwa Finansów ograniczał presję na krajowy rynek długu. W czwartek wcześniejsza poprawa nastrojów została częściowo odwrócona – brak wiarygodnych sygnałów deeskalacji na Bliskim Wschodzie ponownie podbił ceny ropy, a dodatkowym czynnikiem obciążającym notowania polskich aktywów były obawy dotyczące możliwej eskalacji wojny w Ukrainie po

niespodziewanej wizycie szefa CIA w Moskwie. Kurs EURPLN zwiększył się w efekcie powyżej poziomu 4,33, natomiast rentowności polskich obligacji i stawki IRS wyraźnie wzrosły, czemu dodatkowo sprzyjały obawy o skalę deficytu i podaży długu w projekcie budżetu na 2027 r. Jastrzębie wystąpienie prezesa Fed na sympozjum w Jackson Hole przyczyniło się do umocnienia dolara, wzrostu rentowności amerykańskich obligacji oraz (w mniejszym stopniu) osłabienia złotego i spadku cen polskiego długu.

W tym tygodniu uwaga rynków będzie nadal koncentrować się na rozwoju konfliktu na Bliskim Wschodzie. Oprócz tego najważniejszym wydarzeniem będzie publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy, które będą istotne dla oceny perspektyw polityki Fed.

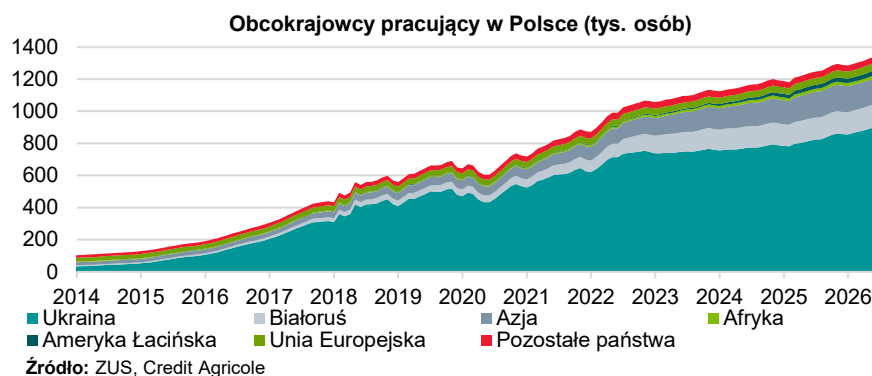
Niekorzystne tendencje demograficzne spowolnią wzrost gospodarczy w Polsce

Zgodnie z prognozą Eurostatu liczba ludności Polski obniży się z 37,5 mln w 2025 r. do 35,6 mln w 2035 r., a więc o 1,9 mln osób. Ubytek ludności w wieku produkcyjnym będzie jednak wyraźnie mniejszy i wyniesie ok. 750 tys. Uważamy, że ta stosunkowo niewielka liczba jest myląca i że kluczowa dla rynku pracy w najbliższej dekadzie będzie nie tylko skala ubytku, lecz również zmiana struktury wieku podaży pracy. Liczba osób w wieku 25-40 lat zmniejszy się bowiem o 1,7 mln, a ubytek ten zostanie częściowo zrównoważony przez wzrost liczebności grupy 41-64 lata (o 0,7 mln) oraz grupy 15-24 lata (o 0,3 mln). Oznacza to, że rdzeń zasobu pracy zostanie zastąpiony przez roczniki o niższej mobilności zawodowej i krótszym pozostałym okresie aktywności. Poniżej przedstawiamy naszą ocenę trzech kanałów, które mogłyby złagodzić skutki tego procesu – napływu cudzoziemców, wzrostu aktywności zawodowej osób starszych oraz powrotów Polaków z emigracji.



Warto zwrócić uwagę na cechę prognozowanego ubytku, która pozostaje niewidoczna w ujęciu zagregowanym. Spadek liczby osób w wieku produkcyjnym jest silnie asymetryczny ze względu na płeć: liczba kobiet w wieku 15-59 lat obniży się o 520 tys., podczas gdy liczba mężczyzn w wieku 15-64 lata zmniejszy się jedynie o 225 tys. Za blisko 70% całego ubytku

ustawowego zasobu pracy odpowiadają zatem kobiety, co jest bezpośrednią konsekwencją niższego wieku emerytalnego i co – jak wskazujemy poniżej – ma istotne znaczenie dla oceny potencjału aktywizacji zawodowej.



obywateli Ukrainy, jednak z czasem struktura migracji zaczęła się stopniowo dywersyfikować. W połowie

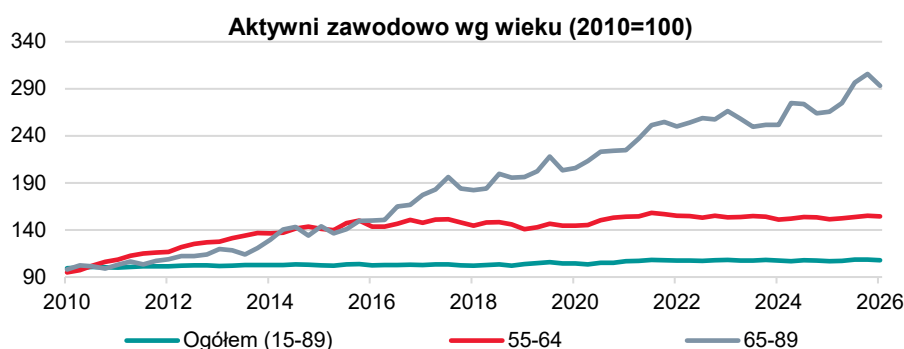
Najsilniejszym czynnikiem zwiększającym zasoby pracy w ostatnich latach był napływ cudzoziemców. Liczba obcokrajowców zgłoszonych do ubezpieczeń społecznych w ZUS zwiększyła się z niespełna 0,1 mln na początku ubiegłej dekady do ok. 1,34 mln w czerwcu 2026 r. Wzrost ten był początkowo związany przede wszystkim z napływem

2026 r. w ZUS zarejestrowanych było ok. 901 tys. obywateli Ukrainy, 144 tys. Białorusi oraz 160 tys. osób pochodzących z państw azjatyckich. Rósł również, choć z dużo niższych poziomów, liczba pracowników z Afryki i Ameryki Łacińskiej.

Nowe eksperymentalne szacunki GUS wskazują, że rzeczywista skala obecności cudzoziemców w Polsce jest znacznie większa niż wynikałoby wyłącznie z danych ZUS obejmujących osoby zgłoszone do ubezpieczeń. Według tych danych na koniec 2025 r. w Polsce przebywało ok. 2,3 mln cudzoziemców wobec 2,1 mln rok wcześniej. Najliczniejszą grupę stanowili obywatele Ukrainy, których liczba wynosiła ok. 1,68 mln, a następnie Białorusi – ok. 179 tys. Jednocześnie struktura wieku migrantów jest z punktu widzenia rynku pracy bardzo korzystna. Około 1,95 mln, czyli blisko 85% wszystkich cudzoziemców, miało od 15 do 59 lat, podczas gdy osoby w wieku 60 lat i więcej stanowiły jedynie ok. 5% tej populacji.

Dane te wskazują, że migracja ma nadal istotny potencjał łagodzenia skutków zmian demograficznych. Nie oznacza to jednak, że dynamikę napływu obserwowaną w ostatnich latach można mechanicznie ekstrapolować na kolejną dekadę. Dotychczasowy wzrost liczby cudzoziemców był w dużej mierze związany ze szczególnymi uwarunkowaniami geopolitycznymi, przede wszystkim wojną w Ukrainie. Obywatele tego kraju nadal stanowią zdecydowaną większość cudzoziemców przebywających i pracujących w Polsce, co rodzi ryzyko częściowego odpływu po zakończeniu wojny. Skala takiego zjawiska jest obecnie niemożliwa do wiarygodnego oszacowania, ale odbudowa Ukrainy i związany z nią wzrost popytu na pracę mogą zwiększyć atrakcyjność powrotu.

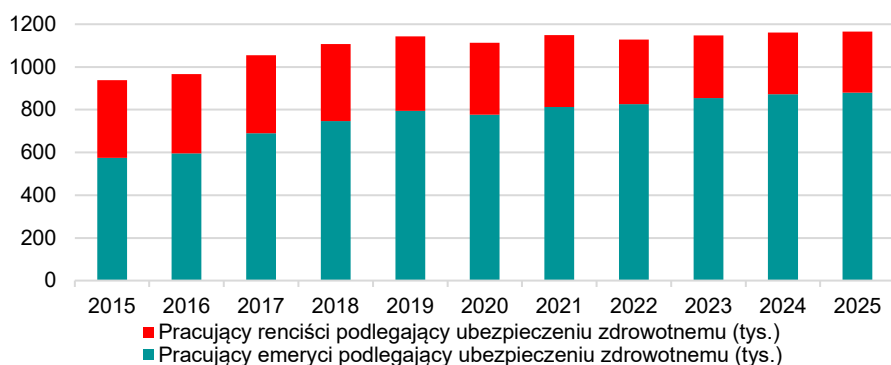
Istotne znaczenie ma również kierunek krajowej polityki migracyjnej. Strategia państwa jest obecnie nastawiona przede wszystkim na zwiększenie kontroli nad migracją i selekcję osób napływających do Polski, a nie na wykorzystanie imigracji jako podstawowego instrumentu przeciwdziałania negatywnym zmianom demograficznym. W praktyce oznacza to, że choć liczba pracujących cudzoziemców będzie najprawdopodobniej nadal rosła, trudno zakładać utrzymanie przez następną dekadę tempa wzrostu obserwowanego w ostatnich latach. Migracja pozostanie więc ważnym czynnikiem zwiększającym podaż pracy, ale w naszej ocenie nie będzie wystarczająca, aby samodzielnie skompensować spadek krajowych zasobów pracy.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Drugi kanał – wzrost aktywności zawodowej osób starszych – ma za sobą okres najszybszej poprawy. Współczynnik aktywności zawodowej w grupie 55-64 lata wzrósł od 2010 r. z 33,0% do 62,5%, a więc o 29,5 pkt proc., podczas gdy współczynnik dla ogółu ludności w wieku 15-89 lat zwiększył się w tym samym okresie jedynie o 5,4 pkt proc., z 53,3% do 58,7%. Poprawa

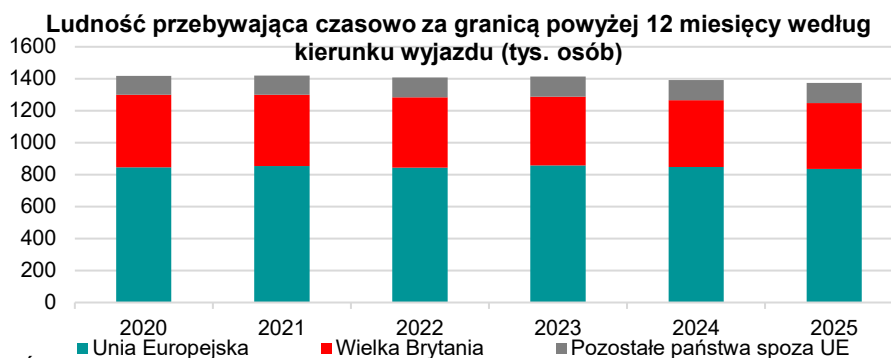
aktywności zawodowej po 2010 r. jest zatem w bardzo dużym stopniu zasługą osób starszych. W ujęciu liczbowym liczba aktywnych zawodowo w wieku 55-64 lata zwiększyła się o 1,02 mln, do 2,63 mln, przy czym przyrost ten dokonał się przede wszystkim wśród kobiet – ich liczba wzrosła o 98%, do 1,15 mln, wobec wzrostu o 43% w przypadku mężczyzn. Jeszcze silniejszy był przyrost w grupie 65-89 lat, w której liczba aktywnych zawodowo niemal się potroiła, z 170 tys. do 510 tys.



Źródło: ZUS, Credit Agricole

ustał. Jednocześnie liczba pracujących rencistów obniżyła się w tym samym okresie o 76 tys., do 286,4 tys., wobec czego łączna liczba pracujących świadczeniobiorców zwiększyła się przez dekadę o 228 tys., czyli o ok. 23 tys. rocznie. Zwracamy uwagę, że jest to skala wielokrotnie niższa niż przyrost liczby pracujących cudzoziemców w tym samym okresie.

Porównania międzynarodowe wskazują, że w grupie 60–64 lata współczynnik aktywności zawodowej wynosi w Polsce ok. 45,5% wobec ok. 57,8% w UE i ponad 76% w Szwecji, co oznacza lukę rzędu 12 pkt proc. W grupie 65–69 lat luka wobec średniej unijnej jest już wyraźnie mniejsza i sięga ok. 4,5 pkt proc., a w grupie 70–74 lata praktycznie zanika. Polska ma zatem istotną rezerwę przede wszystkim wśród kobiet w wieku 60–64 lata. Uważamy zatem, że bez podwyższenia lub zrównania wieku emerytalnego – rozwiązania trudnego politycznie – dalszy postęp w tym obszarze będzie następował znacznie wolniej niż w minionej dekadzie, a jego ciężar będzie się przesunął ku rocznikom 70+, w których praca ma z reguły mniejszy wymiar czasu.



Źródło: GUS, Credit Agricole

kraju – zasób polskiej emigracji w Wielkiej Brytanii zmniejszył się o 42 tys., podczas gdy w państwach UE obniżył się o 11 tys., a w pozostałych państwach europejskich wzrósł o 7 tys. Migracja powrotna nasila się zatem, lecz pozostaje słaba i wysoce skoncentrowana geograficznie. Równolegle liczba emigrantów krótkookresowych, przebywających za granicą od 3 do 12 miesięcy, utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 70 tys. i nie sygnalizuje zmiany trendu. Podkreślamy ponadto, że dane te opisują zasób osób przebywających za granicą, a nie strumień powrotów w danym roku – spadek zasobu może wynikać nie tylko z powrotów, lecz również z nabycia obywatelstwa kraju przyjmującego, wyjazdu do państwa trzeciego, zgonów oraz rewizji danych po stronie państw przyjmujących. Zastrzeżenie to ma szczególne znaczenie w przypadku Wielkiej Brytanii, która odpowiada za niemal cały odnotowany spadek, a jednocześnie pozostaje krajem o największej skali nadawania obywatelstwa obywatelom Polski. Skala rzeczywistych powrotów jest zatem obciążona szczególnie dużą niepewnością.

Trzeci kanał – powroty Polaków z emigracji – pozostanie w naszej ocenie kanałem pomocniczym. Liczba osób przebywających czasowo za granicą powyżej 12 miesięcy obniżyła się w państwach europejskich z 1 418 tys. w 2020 r. do 1 373 tys. w 2025 r., a więc jedynie o ok. 45 tys. w ciągu pięciu lat. Spadek ten jest przy tym niemal w całości efektem sytuacji w jednym

Podsumowując, oceniamy, że pełna kompensacja niekorzystnych tendencji demograficznych jest w perspektywie 2035 r. mało prawdopodobna. Każdy z trzech kanałów napotyka ograniczenie innego rodzaju: migracja – politykę migracyjną nastawioną na kontrolę i selekcję oraz ryzyko odpływu obywateli

Ukrainy, aktywizacja osób starszych – wyczerpanie rezerwy poza grupą 60–64 lata i barierę wieku emerytalnego, powroty z emigracji – niewielką i stabilną skalę zjawiska. Co jednak istotniejsze, żaden z nich nie odwraca zmiany struktury wieku zasobu pracy, która jest zasadniczym problemem najbliższej dekady. Nawet gdyby liczba pracujących została ustabilizowana, ubytek 1,68 mln osób w wieku 25-40 lat oznaczałby niższą mobilność zawodową, wolniejszą realokację pracy między sektorami i słabszy efekt uczenia się w miejscu pracy – a więc czynniki, które oddziałują na produktywność niezależnie od samej liczby zatrudnionych. W konsekwencji podtrzymujemy ocenę, zgodnie z którą wkład nakładu pracy do wzrostu PKB obniży się w najbliższej dekadzie w pobliże zera, podczas gdy w minionej dekadzie pozostawał wyraźnie dodatni. Utrzymanie relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego i kontynuacja procesu konwergencji dochodowej będą zatem wymagały przyspieszenia wzrostu produktywności – i to w warunkach mniej sprzyjających niż dotychczas, ze względu na stopniowe wygasanie efektu doganiania.

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	4,34
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	3,74
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	4,63
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	5,1	-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	1,9	2,8	
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	5,3	
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	0,0	-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	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 31.08.2026 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	49,2		49,6
9:30	Polska	Finałny PKB (% r/r)	II kw.	3,5	3,8	3,8
9:30	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	3,0	3,1	3,1
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	2,8	3,1	3,1
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Sierpień	57,6		58,3
Wtorek 01.09.2026 r.						
3:45	Chiny	Indeks RatingDog PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	50,9		51,0
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	49,0	49,2	49,2
9:55	Niemcy	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	54,1	54,1	54,1
10:00	Strefa euro	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	52,8	52,8	52,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	6,3		6,3
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Sierpień	2,9	3,4	3,3
15:45	USA	Finałny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	53,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Sierpień	55,6	55,3	55,2
Środa 02.09.2026 r.						
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Sierpień	44		45
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Lipiec	-0,3	0,7	0,7
Czwartek 03.09.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Sierpień	51,7	51,7	51,7
10:00	Strefa euro	Finałny indeks Composite PMI	Sierpień	52,1	52,1	52,1
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Lipiec	4,6		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Sierpień	54,1	54,2	54,0
Piątek 04.09.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Lipiec	-0,3		0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Sierpień	4,1	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Sierpień	-23	65	65

* 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