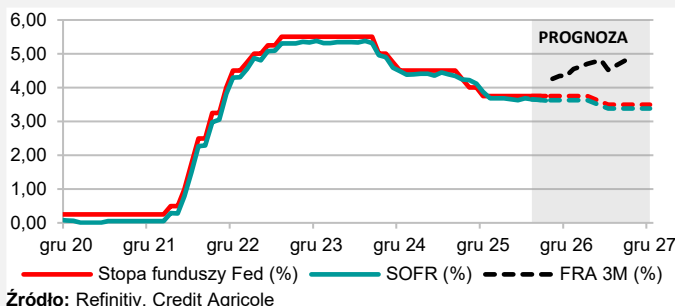
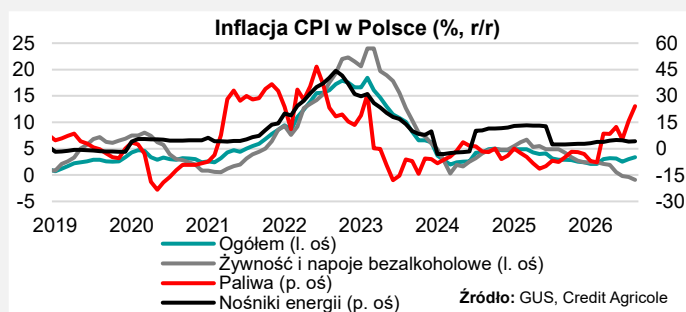


## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem przyszłego tygodnia w USA będzie posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że Fed pozostawi docelowy przedział dla stopy funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 3,50–3,75%, co oznaczałoby utrzymanie stóp bez zmian szósty raz z rzędu po przeprowadzonych pod koniec 2025 r. obniżkach o łącznie 75 pb. Uważamy jednak, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp jest wysokie, a utrzymanie się w sierpniu podwyższonej inflacji (patrz poniżej) może skłonić FOMC do zaostrzenia polityki pieniężnej. Choć poziom stóp może być obecnie zbyt niski z punktu widzenia utrzymującej się presji inflacyjnej, w naszej ocenie kilka argumentów przemawia przeciwko szybkiemu odwracaniu obniżek z końca 2025 r. Presja płacowa pozostaje niska, konflikt na Bliskim Wschodzie wpływa głównie na ceny energii, a inflacja bazowa CPI pozostaje niska. Ponadto, jest dość prawdopodobne, że bazowa inflacja PCE zawyża skalę bazowej presji cenowej. Uważamy również, że wydzwięk piątkowych danych o inflacji (patrz poniżej) jest łagodniejszy niż wskazywałaby reakcja rynku. Oczekujemy, że komunikat po posiedzeniu będzie miał jastrzębi wydzwięk i będzie akcentował determinację Fed w dążeniu do sprowadzenia inflacji do celu sygnalizując przestrzeń dla podwyżek stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach w przypadku braku poprawy danych inflacyjnych. Podczas konferencji prasowej prezes Fed K. Warsh najprawdopodobniej ponownie powstrzyma się od przedstawienia jednoznacznych wskazówek dotyczących dalszej ścieżki stóp, utrzymując jednocześnie jastrzębi ton swojego wystąpienia w Jackson Hole. Istotnych informacji na temat poglądów członków FOMC dostarczą również zaktualizowane projekcje makroekonomiczne. Uważamy, że oczekiwana przez członków FOMC ścieżka wzrostu PKB nie ulegnie zmianie. Projekcja inflacji PCE najpewniej również nie ulegnie istotnej zmianie, a członkowie Fed będą oczekiwać na zbliżającą się rewizję metodyki jej szacowania. W przypadku zgodnego z naszym scenariuszem utrzymania stóp bez zmian oczekujemy niewielkich zmian mediany oczekiwanej ścieżki stopy funduszy federalnych, a liczba członków FOMC prognozujących jedną podwyżkę stóp procentowych w 2026 r. będzie zbliżona do liczby członków opowiadających się za stabilizacją stóp. Mediana dla oczekiwań dotyczących stóp procentowych będzie również wskazywać na bardzo stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych latach. Gdyby Fed zdecydował się na podwyżkę stóp, najprawdopodobniej nie zostałaaby ona przedstawiona jako jednorazowe dostosowanie, a mediana oczekiwań członków FOMC mogłaby wskazać na dwie podwyżki do końca 2026 r. W dalszym ciągu oczekujemy, że Fed utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca 2026 r., a pierwsza obniżka nastąpi we wrześniu 2027 r. Dostrzegamy jednak istotne ryzyko w górę dla tego scenariusza. Konsensus rynkowy zakłada podwyżkę stóp procentowych o 25 pb i taka decyzja jest wyceniana przez rynek.



**We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji CPI w Polsce za sierpień.** Oczekujemy, że potwierdzą one wstępny szacunek GUS, zgodnie z którym inflacja wzrosła do 3,4% r/r wobec 3,0% w lipcu. Przyspieszenie wzrostu cen w sierpniu wynikało przede wszystkim z wyższej dynamiki cen paliw oraz



zwiększenia inflacji bazowej, która według naszych szacunków wzrosła w sierpniu do ok. 3,4% r/r wobec 3,1% w lipcu, co wskazuje na rosnącą presję inflacyjną związaną z narastającym wpływem wyższych cen nośników energii na ceny bazowe.

✓ **W piątek opublikowane zostaną sierpniowe dane o produkcji przemysłowej w Polsce.**

Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,3% r/r wobec 5,1% w lipcu. Naszym zdaniem przyspieszenie wzrostu produkcji w ujęciu rocznym wynikało głównie z lepszej koniunktury oraz efektu niskiej bazy. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (6,1%) i jej materializacja będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego i zmniejszenia rentowności polskich obligacji.

✓ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z chińskiej gospodarki.**

Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w sierpniu do 4,8% r/r z 4,5% w lipcu. Mimo utrzymujących się niekorzystnych warunków pogodowych produkcja była wspierana przez wysoką aktywność w sektorze zaawansowanych technologii, utrzymujący się silny globalny popyt na infrastrukturę związaną ze sztuczną inteligencją oraz efekt niskiej bazy. Oczekujemy również, że dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 0,9% r/r w sierpniu z 0,6% w lipcu, czemu sprzyjały korzystniejsze efekty bazy oraz zwiększona sprzedaż biżuterii związana z rosnącymi cenami złota. Jednocześnie prognozujemy pogłębienie spadku inwestycji w ujęciu narastającym do 7,0% r/r w sierpniu wobec 6,7% w lipcu. W ujęciu miesięcznym spadek inwestycji prawdopodobnie jednak wyhamował, czemu powinno sprzyjać przyspieszenie wydatków fiskalnych po lipcowym posiedzeniu Biura Politycznego Komunistycznej Partii Chin. Ich wyraźniejszy wpływ na aktywność inwestycyjną może być jednak widoczny dopiero w kolejnych miesiącach. Struktura danych powinna zatem potwierdzić utrzymującą się rozbieżność między relatywnie odpornym sektorem przemysłowym, wspieranym przez branżę zaawansowanych technologii i popyt zagraniczny, a nadal słabym popytem krajowym i aktywnością inwestycyjną.

✓ **W piątek Moody's dokona oceny ratingu Polski, przy czym oczekujemy utrzymania oceny na poziomie A2 z perspektywą negatywną.**

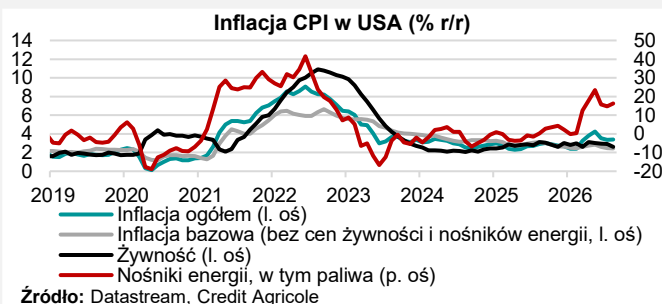
W marcowym raporcie agencja wskazywała, że rating wspierają solidne perspektywy wzrostu gospodarczego, nadal umiarkowany poziom długu publicznego i dobra zdolność do jego obsługi, podczas gdy głównym źródłem ryzyka pozostają pogarszające się finanse publiczne, napięcia pomiędzy rządem i prezydentem oraz możliwość zwiększenia wydatków przed wyborami w 2027 r. Moody's prognozował wówczas deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie 6,6% PKB w 2026 r. i 5,9% w 2027 r. Od tego czasu sytuacja fiskalna uległa dalszemu pogorszeniu, jednak znajduje ona naszym zdaniem odzwierciedlenie już w negatywnej perspektywie ratingu, a sam rating nie ulegnie najprawdopodobniej zmianie w tym tygodniu.

## W zeszłym tygodniu

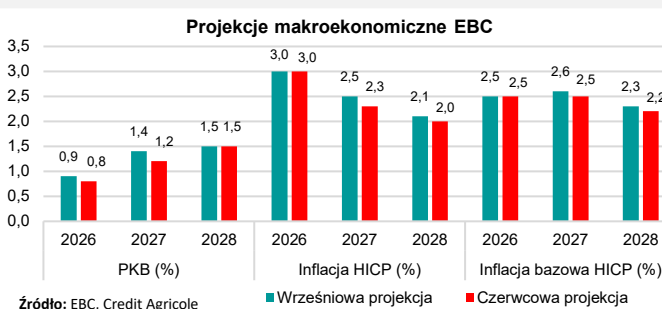
✓ **W ubiegłym tygodniu sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostawała głównym źródłem zmienności na rynkach finansowych.** Na początku tygodnia doszło do ataków na statki cywilne, co skutkowało spadkiem liczby tankowców przekraczających Cieśninę Ormuz. W ostatnich dniach doszło również do eskalacji w rejonie Morza Czerwonego. Rebelianci Huti zajęli miasto Mokka i przyległe pozycje położone w bezpośrednim sąsiedztwie Cieśniny Bab al-Mandab, stanowiącej południowe wyjście z Morza Czerwonego. Tym samym powstaje ryzyko zakłóceń żeglugi przez drugi najważniejszy szlak transportu ropy z regionu. Ponadto, w piątek wieczorem Arabia Saudyjska oficjalnie poinformowała o zamknięciu rurociągu Wschód–Zachód, którego fragmenty zostały zniszczone w wyniku ataków. Rurociąg ten pozwalał na częściowe podtrzymanie eksportu ropy naftowej w warunkach utrzymujących się barier dla transportu ropy przez Cieśninę Ormuz. W ubiegłym tygodniu władze Iranu zadeklarowały, że „era proporcjonalnego odwetu się skończyła”, podczas gdy D. Trump zasygnalizował w środę, że wojna nie skończy się przed terminem wyborów połówkowych w USA (3.11.2026). W naszej ocenie był to jak dotąd

najwyraźniejszy sygnał wskazujący, że administracja D. Trumpa może nie być w stanie zahamować obserwowanego ostatnio wzrostu kosztów energii poprzez podjęcie przed wyborami działań zmierzających do deeskalacji napięć z Iranem. Wymienione wyżej czynniki, sygnalizujące znaczące ryzyko w dół dla podaży ropy w najbliższych miesiącach, przyczyniły się do wzrostu cen ropy z ok. 97 USD za baryłkę na początku tygodnia do ok. 104 USD za baryłkę w piątek. Zwiększenie cen ropy sygnalizuje ryzyko w górę dla naszego krótkookresowego scenariusza inflacyjnego, zgodnie z którym inflacja w Polsce wzrośnie do 4,5% r/r w IV kw. wobec 3,4% w III kw.

**Inflacja CPI w USA utrzymała się w sierpniu na poziomie 3,4% r/r (bez zmian w porównaniu z lipcem), kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym równym naszej prognozie.** Inflacja bazowa zmniejszyła się do 2,4% r/r w sierpniu z 2,5% w lipcu, osiągając najniższy poziom od 2021 r., a w ujęciu miesięcznym przyspieszyła do 0,3% m/m z 0,2%, kształtując się powyżej oczekiwań rynkowych (0,2% m/m). Wzrost miesięcznej inflacji bazowej wynikał w dużej mierze z podwyżek cen w kategoriach cechujących się wysoką zmiennością, takich jak bilety lotnicze i usługi hotelarskie, oraz ze wzrostu cen usług telefonii bezprzewodowej. W sierpniu można było również zaobserwować ponowny wzrost dynamiki cen nośników energii do 16,3% r/r wobec 14,7% w lipcu, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen paliw. Mimo relatywnie łagodnego obrazu bazowej presji cenowej wyższy od oczekiwań miesięczny odczyt inflacji bazowej zwiększa prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych przez Fed na wrześniowym posiedzeniu (patrz wyżej).



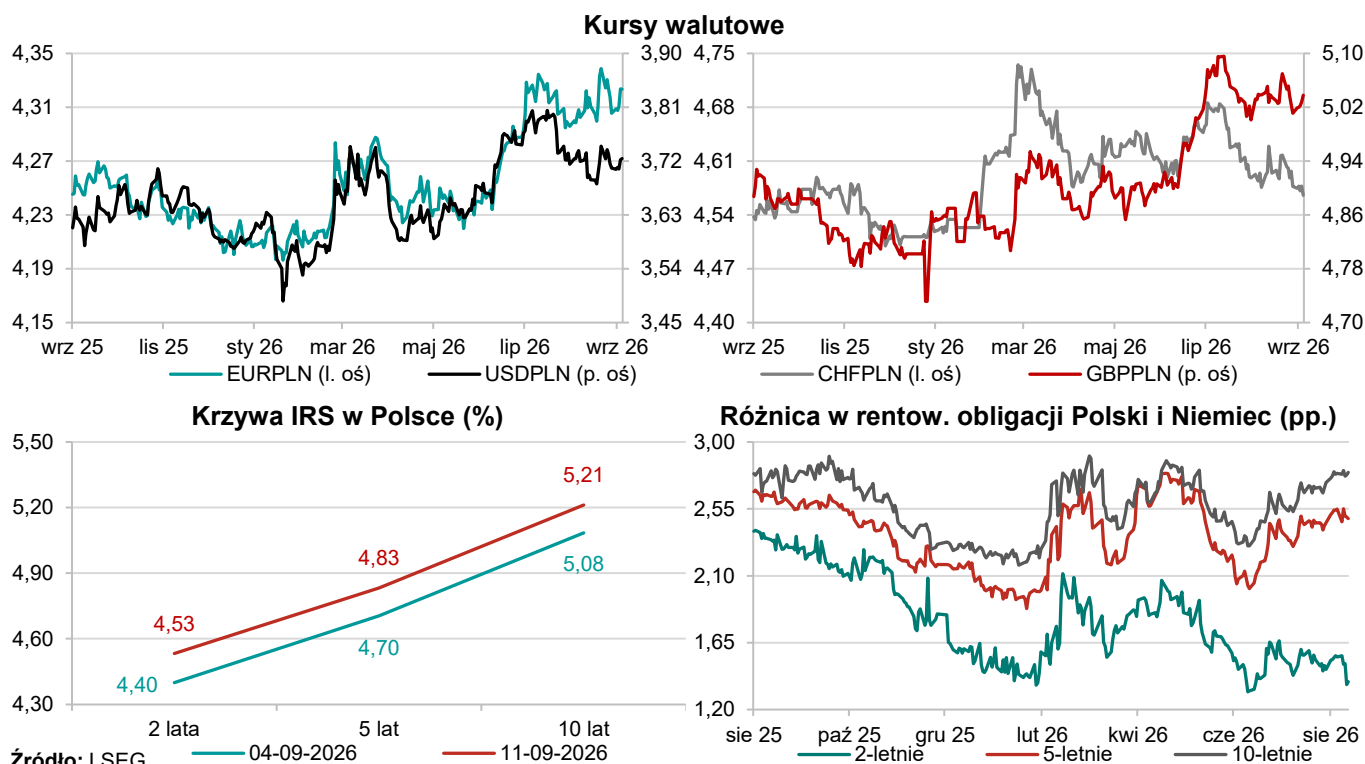
**W ubiegłym tygodniu Europejski Bank Centralny podwyższył stopy procentowe o 25 pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą.** Główna stopa procentowa EBC została podniesiona do 2,65%, a stopa depozytowa do 2,50%. Komunikat po posiedzeniu nie zawierał jednoznacznych wskazówek dotyczących dalszej ścieżki stóp procentowych, a EBC podtrzymał podejście polegające na podejmowaniu decyzji z posiedzenia na posiedzenie na podstawie napływających danych. Podczas konferencji prasowej prezes EBC C. Lagarde uniknęła deklaracji dotyczących kolejnych decyzji i zaznaczyła, że Rada Prezesów nie omawiała przyszłych podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie nie podjęła próby ograniczenia coraz bardziej jastrzębich oczekiwań rynkowych, zgodnie z którymi stopa depozytowa przekroczy 3,3% w połowie 2027 r. Najważniejszym elementem posiedzenia była publikacja nowych projekcji makroekonomicznych, w których zrewidowano w górę ścieżki inflacji ogółem i inflacji bazowej oraz prognozy wzrostu gospodarczego w porównaniu z czerwcową rundą prognostyczną. EBC oczekuje obecnie wzrostu PKB strefy euro o 0,9% w 2026 r., 1,4% w 2027 r. i 1,5% w 2028 r. wobec odpowiednio 0,8%, 1,2% i 1,5% prognozowanych wcześniej. Prognoza inflacji HICP wynosi natomiast 3,0% w 2026 r., 2,5% w 2027 r. i 2,1% w 2028 r. wobec odpowiednio 3,0%, 2,3% i 2,0% w czerwcowej projekcji. Jednocześnie inflacja bazowa ma osiągnąć maksimum na poziomie 2,8% r/r w I kw. 2027 r., a następnie stopniowo obniżyć się do 2,3% w IV kw. 2028 r. Nowe projekcje pozostają spójne z naszym scenariuszem zakładającym jeszcze jedną podwyżkę stopy depozytowej, do 2,75% w grudniu br. Większa od oczekiwań odporność gospodarki strefy euro, wyższe ceny energii i



silniejsze efekty drugiej rundy powodują jednak, że bilans ryzyka jest skierowany w stronę większej skali zacieśnienia lub dłuższego utrzymywania stóp na podwyższonym poziomie. Jednocześnie uważamy, że obecna wycena rynkowa jest nadmiernie jastrzębia, ponieważ podwyżka stóp już w październiku lub wzrost stopy depozytowej powyżej 3,0% wymagałyby dalszego wyraźnego wzrostu cen energii, utrzymania wysokiej odporności gospodarki oraz silniejszego przenoszenia się wyższych cen energii na inflację bazową.

**W ubiegłym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku, utrzymała stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,75% (por. MAKROPuls z 9.09.2026).** Wydzwięk czwartkowej konferencji prezesa NBP był umiarkowanie jastrzębi. A. Głapiński wskazał, że nie zanoszą się prędko na zmiany stóp procentowych, które obecnie są na właściwym poziomie i zgodnie z jego oceną pozostaną stabilne do połowy przyszłego roku. Niemniej prezes NBP zaznaczył, że członkowie RPP widzą ryzyko przekroczenia górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego w najbliższych miesiącach, co skłoniłoby Radę do ponownego rozważenia zasadności podwyżki stóp procentowych. Zdaniem prezesa NBP, w przypadku nasilenia się ryzyka utrwalenia się wyższej inflacji, RPP będzie „natychmiast reagować”. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w IV kw. 2026 r. RPP podwyższy stopę referencyjną o 25 pb, najprawdopodobniej po publikacji nowej projekcji inflacji w listopadzie. Wraz z wygasaniem presji inflacyjnej w II poł. 2027 r. RPP powinna odwrócić ten ruch, obniżając stopę referencyjną po 25 pb w III i IV kw. 2027 r. do docelowego poziomu 3,50%.

## Geopolityka i dane z USA pozostają kluczowe dla rynków

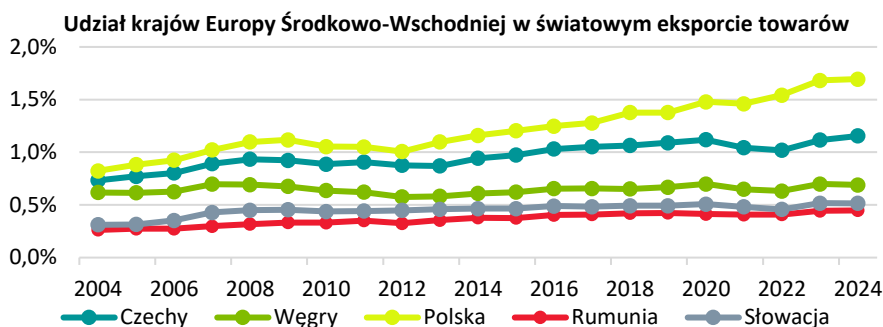


W ubiegłym tygodniu na sytuację na rynkach finansowych wpływały przede wszystkim dalsza eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie (patrz wyżej) oraz wzrost cen surowców energetycznych. Nasilenie napięć w Cieśninie Ormuz, działania rebeliantów Huti w rejonie Morza Czerwonego, a także wypowiedź D. Trumpa sugerująca, że wojna najprawdopodobniej nie zakończy się przed listopadowymi wyborami połówkowymi, przyczyniły się łącznie do wyraźnego wzrostu ceny ropy Brent. Wzrost cen surowców

energetycznych oddziaływał w kierunku zwiększenia globalnych oczekiwań inflacyjnych i wzrostu rentowności obligacji. W czwartek dodatkowymi czynnikami sprzyjającymi wzrostowi rentowności polskich obligacji były umiarkowanie jastrzębi wydźwięk konferencji prezesa NBP oraz podwyżka stóp procentowych przez EBC. W piątek wyższy od oczekiwań miesięczny odczyt inflacji bazowej w USA przyczynił się do istotnego wzrostu implikowanego przez instrumenty rynkowe prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych przez Fed i wywarł dodatkową presję na wzrost rentowności obligacji. Presja ta była szczególnie widoczna w przypadku obligacji długoterminowych. Rentowność 30-letnich obligacji skarbowych USA wzrosła w piątek do ok. 5,34%, osiągając najwyższy poziom od 2007 r. W efekcie kurs EUR/PLN zwiększył się z ok. 4,30 na początku tygodnia do ok. 4,32 w piątek, natomiast rentowności polskich obligacji wzrosły na całej długości krzywej dochodowości.

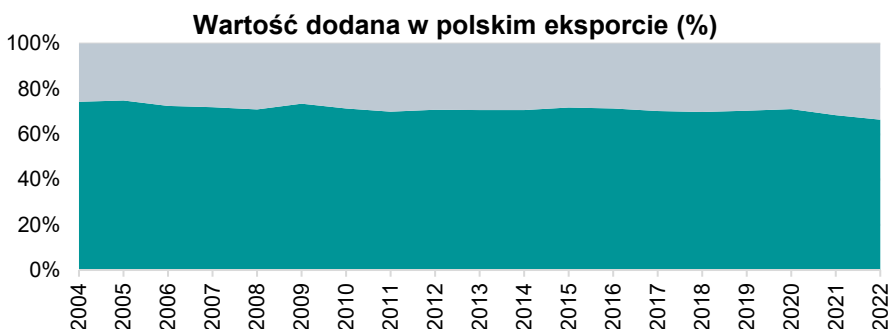
W tym tygodniu uwaga rynków będzie skupiona przede wszystkim na śródownym posiedzeniu FOMC oraz dalszym rozwoju wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Oczekujemy, że Fed utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, choć wyższy od oczekiwań miesięczny odczyt inflacji bazowej w sierpniu wskazuje na istotne ryzyko podwyżki. Zaplanowana na piątek publikacja danych o sierpniowej produkcji przemysłowej w Polsce będzie najprawdopodobniej lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Oczekujemy, że decyzja Moody's dotycząca ratingu Polski będzie neutralna dla złotego i rynku długu.

## Czy Polska awansuje w globalnych łańcuchach wartości?



Źródło: UN Comtrade, Credit Agricole

**friendshoringu (przeniesienie działalności do krajów uważanych za sojusznice). Poprzednie analizy nie odpowiadały jednak na następujące pytanie: czy wzrostowi eksportu towarzyszyło przesuwanie się w górę globalnych łańcuchów dostaw. Warto bowiem zwrócić uwagę, że kraj może szybko zwiększać sprzedaż zagraniczną, pozostając jednocześnie tylko miejscem końcowego montażu produktów zaprojektowanych i sprzedawanych przez przedsiębiorstwa zagraniczne. Poniżej próbujemy odpowiedzieć na to pytanie.**

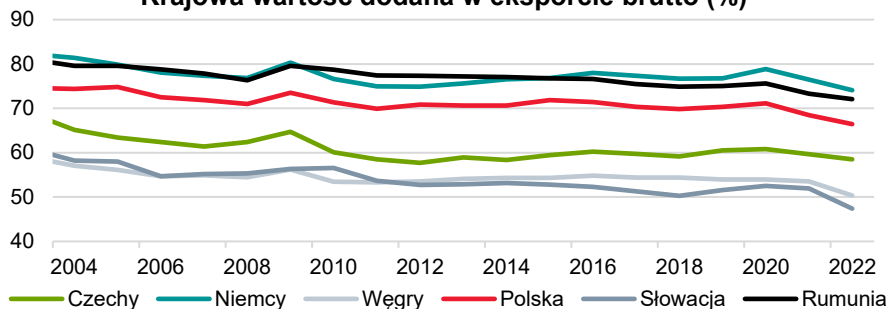


Źródło: OECD, Credit Agricole

Nasze poprzednie analizy (por. MAKROMapy z 15.04.2024 i 14.10.2024) wskazywały, że po 2019 r. Polska należała do państw o największym wzroście udziału w światowym eksporcie (por. wykres), co mogło sugerować, że skorzystała na skracaniu łańcuchów dostaw, nearshoringu (przeniesienie działalności bliżej docelowych rynków zbytu) oraz

Przesuwanie się w górę globalnych łańcuchów dostaw definiujemy jako wzrost udziału krajowej wartości dodanej w eksporcie. Dane OECD sygnalizują jednak odwrotny trend w przypadku Polski. Między 2004 r. a 2022 r. udział zagranicznej wartości dodanej zwiększył się z 25,6% do 33,6%, podczas gdy odpowiadający mu udział krajowy zmniejszył się z 74,4% do 66,4%.

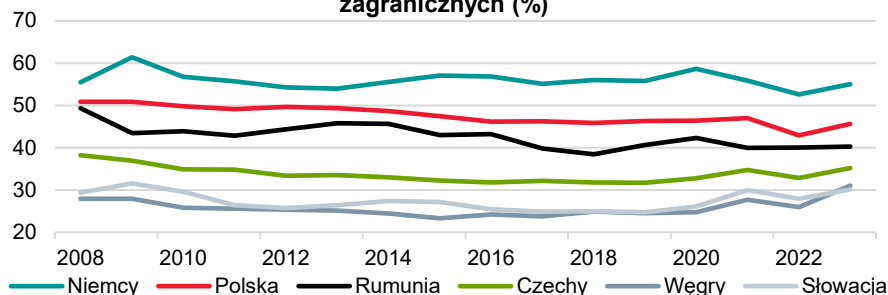
### Krajowa wartość dodana w eksporcie brutto (%)



Źródło: OECD, Credit Agricole

sposobu organizacji procesów produkcyjnych przez przedsiębiorstwa, które coraz częściej rozdzielają poszczególne etapy produkcji pomiędzy różne kraje. Jest to częściowo naturalny efekt pogłębiania specjalizacji. Nowoczesne przedsiębiorstwa nie dążą do produkowania wszystkich elementów w jednym kraju, lecz wykorzystują najlepszych dostawców z wielu gospodarek. Import zaawansowanych podzespołów, oprogramowania lub maszyn może zwiększać produktywność i jakość produktu finalnego. Jednocześnie udział krajowej wartości dodanej w polskim eksporcie pozostaje relatywnie wysoki na tle regionu. W 2022 r. wynosił on 66,4%, wobec 58,5% w Czechach, 50,3% na Węgrzech i 47,4% na Słowacji.

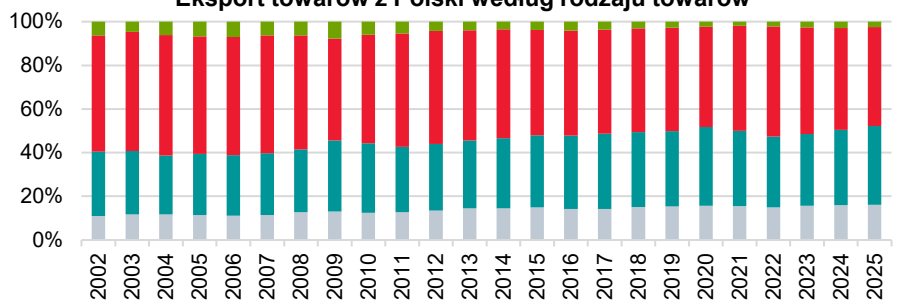
### Udział przedsiębiorstw krajowych w zaopatrzeniu przedsiębiorstw zagranicznych (%)



Źródło: OECD, Credit Agricole

mogło dojść do stopniowej poprawy pozycji Polski w globalnych łańcuchach dostaw. W szczególności warto przyrzeć się sposobowi zaopatrzenia przedsiębiorstw zagranicznych, które odpowiadają za znaczną część polskiego eksportu. Historycznie ich model działalności charakteryzował się rosnącym wykorzystaniem dostaw zagranicznych – w latach 2008–2022 udział dóbr pośrednich pozyskiwanych od dostawców zlokalizowanych w Polsce spadł z 54,6% do 42,9%. Co istotne, w 2023 r. udział krajowych przedsiębiorstw w zaopatrzeniu firm zagranicznych wzrósł do 45,9%, przerywając wcześniejszą tendencję spadkową. Choć pojedynczy rok nie pozwala jeszcze mówić o trwałym odwróceniu trendu, zmiana ta może stanowić pierwszy sygnał rosnącego znaczenia krajowych dostawców w łańcuchach produkcyjnych przedsiębiorstw zagranicznych działających w Polsce.

### Eksport towarów z Polski według rodzaju towarów



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

W ostatnich dwóch dekadach tendencja do spadku udziału krajowej wartości dodanej w eksporcie obserwowana była nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach regionu i Niemczech (por. wykres). Wskazuje to, że zjawisko to ma w dużej mierze charakter uniwersalny i jest związane m.in. z rosnącą konkurencją międzynarodową oraz zmianą

Warto odnotować, że dane OECD obejmują lata do 2022 r. włącznie, a zatem nie uwzględniają jeszcze efektów nearshoringu, ekspansji sektora bateryjnego i programów zbrojeniowych, których wpływ na strukturę wartości dodanej będzie możliwy do oceny dopiero w kolejnych edycjach badania. Inne źródła danych dostarczają jednak pierwszych sygnałów, że po 2022 r.

O możliwym przesuwaniu się Polski w górę globalnych łańcuchów dostaw po 2022 r. może świadczyć również wspomniany na początku tekstu dalszy wzrost udziału Polski w światowym eksporcie. Z taką interpretacją spójna jest także długookresowa zmiana struktury polskiego eksportu według ekonomicznego przeznaczenia produktów. W latach 2022–2025

udział dóbr inwestycyjnych zwiększył się z 14,9% do 16,2%, a dóbr konsumpcyjnych z 32,5% do 36,1%, podczas gdy udział dóbr pośrednich obniżył się z 50,5% do 45,2%. Oznacza to, że w polskim eksporcie rośnie znaczenie produktów finalnych, w tym maszyn, urządzeń, środków transportu i wyposażenia wykorzystywanego w procesach produkcyjnych innych państw. Zmiany tej nie należy jednak interpretować mechanicznie jako jednoznacznego dowodu awansu technologicznego, ponieważ również dobro finalne może być w dużej mierze wytwarzane z importowanych komponentów, a zaawansowany technologicznie produkt może zostać zaklasyfikowany jako dobro pośrednie. W połączeniu ze wzrostem udziału Polski w światowym eksporcie oraz obserwowanym w 2023 r. zwiększeniem znaczenia krajowych dostawców dla przedsiębiorstw zagranicznych zmiana struktury eksportu stanowi jednak kolejny sygnał, że Polska stopniowo odchodzi od modelu gospodarki skoncentrowanej na prostym montażu.

Doświadczenia innych gospodarek pokazują, że nie istnieje jeden model przesuwania się w globalnych łańcuchach dostaw. Korea Południowa przeszła od produkcji opartej na niskich kosztach do własnych technologii i globalnych marek przede wszystkim dzięki rozwojowi krajowych przedsiębiorstw oraz bardzo wysokim nakładom na badania i rozwój. Tajwan osiągnął podobny awans inną drogą – poprzez specjalizację krajowych firm w wybranych, trudnych do zastąpienia i technologicznie zaawansowanych etapach globalnych łańcuchów wartości, czego najbardziej spektakularnym przykładem jest produkcja półprzewodników. Z kolei doświadczenia Czech pokazują, że przesunięcie w górę łańcucha może następować również w ramach zagranicznego koncernu – Škoda, po przejęciu przez Volkswagena, zachowała i rozwinęła w Czechach funkcje inżynierskie, projektowe i badawczo-rozwojowe, a w wybranych obszarach realizuje prace rozwojowe na potrzeby całej grupy. Przykład Irlandii wskazuje natomiast, że sam napływ zaawansowanych inwestycji zagranicznych nie wystarcza – warunkiem trwałego awansu jest również zdolność krajowych przedsiębiorstw do przejmowania wiedzy, technologii i coraz bardziej złożonych funkcji biznesowych. Wspólnym elementem tych doświadczeń jest więc stopniowe przechodzenie od konkurencji kosztami i wykonywania prostych etapów produkcji do budowania własnych kompetencji technologicznych, projektowych i organizacyjnych.

Uważamy, że w dłuższym okresie dla Polski najbardziej realistyczny jest model łączący dalszy napływ inwestycji zagranicznych z rozwojem krajowych dostawców oraz polskich firm prowadzących działalność na rynkach międzynarodowych. Przenoszenie produkcji bliżej europejskich rynków zbytu może zwiększać skalę eksportu i zatrudnienia, ale samo w sobie nie oznacza, że do Polski trafią również funkcje o najwyższej wartości dodanej, takie jak badania i rozwój, projektowanie produktów, zarządzanie własnością intelektualną czy organizacja globalnej sprzedaży. Podstawowym ograniczeniem dalszego awansu pozostaje jednak relatywnie słaba baza innowacyjna. Nakłady na działalność badawczo-rozwojową wyniosły w Polsce w 2024 r. 1,41% PKB, wobec 2,24% w UE. Bez zwiększenia nakładów na badania i rozwój oraz poprawy współpracy pomiędzy przedsiębiorstwami i instytucjami naukowymi trudno będzie przejść od absorpcji zagranicznych technologii do ich samodzielnego tworzenia. Temat innowacyjności polskiej gospodarki omówimy szerzej w kolejnej MAKROmapie.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

| Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wskaźnik                                                         | sie 25 | wrz 25 | paź 25 | lis 25 | gru 25 | sty 26 | lut 26 | mar 26 | kwi 26 | maj 26 | cze 26 | lip 26 | sie 26 | wrz 26 |
| Stopa referencyjna NBP* (%)                                      | 5,00   | 4,75   | 4,50   | 4,25   | 4,00   | 4,00   | 4,00   | 3,75   | 3,75   | 3,75   | 3,75   | 3,75   | 3,75   | 3,75   |
| Kurs EURPLN*                                                     | 4,26   | 4,26   | 4,25   | 4,23   | 4,21   | 4,21   | 4,22   | 4,29   | 4,25   | 4,23   | 4,30   | 4,31   | 4,32   | 4,28   |
| Kurs USDPLN*                                                     | 3,64   | 3,63   | 3,68   | 3,65   | 3,58   | 3,55   | 3,57   | 3,71   | 3,63   | 3,63   | 3,76   | 3,73   | 3,72   | 3,75   |
| Kurs CHFPLN*                                                     | 4,55   | 4,56   | 4,57   | 4,53   | 4,51   | 4,52   | 4,64   | 4,63   | 4,64   | 4,65   | 4,66   | 4,61   | 4,60   | 4,55   |
| Inflacja CPI (r/r, %)                                            | 2,9    | 2,9    | 2,8    | 2,5    | 2,4    | 2,1    | 2,1    | 3,0    | 3,2    | 3,1    | 2,5    | 3,0    | 3,4    |        |
| Inflacja bazowa (r/r, %)                                         | 3,2    | 3,2    | 3,0    | 2,7    | 2,7    | 2,7    | 2,5    | 2,7    | 3,0    | 3,1    | 3,0    | 3,1    | 3,4    |        |
| 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    | 5,1    | 5,3    |        |
| Produkcja bud-montaż. (r/r, %)                                   | -7,0   | 0,3    | 4,2    | 0,1    | 4,4    | -12,8  | -13,8  | 0,6    | 4,6    | 3,9    | 5,1    | -2,4   | 10,0   |        |
| Inflacja PPI (r/r, %)                                            | -1,3   | -1,4   | -2,2   | -2,3   | -2,5   | -2,6   | -2,0   | 1,2    | 2,1    | 2,4    | 1,9    | 2,8    | 3,9    |        |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %)                                     | 3,0    | 6,6    | 5,5    | 2,8    | 5,0    | 3,9    | 4,3    | 9,8    | 2,8    | 4,4    | 6,8    | 5,3    | 5,4    |        |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %)                                      | 7,1    | 7,5    | 6,6    | 7,1    | 8,6    | 6,1    | 6,1    | 6,6    | 5,4    | 5,8    | 5,9    | 6,8    | 6,5    |        |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %)                                       | -0,8   | -0,8   | -0,8   | -0,8   | -0,7   | -0,8   | -0,8   | -0,9   | -0,9   | -0,9   | -0,9   | -0,8   | -0,8   |        |
| Stopa bezrobocia rej.* (%)                                       | 5,5    | 5,6    | 5,6    | 5,6    | 5,7    | 6,0    | 6,1    | 6,1    | 6,0    | 5,9    | 5,8    | 5,8    | 5,8    |        |
| Saldo ROB (mln EUR)                                              | -2593  | -797   | 1767   | -402   | -2194  | 1312   | -632   | 272    | -1541  | -1071  | -2216  | -3310  |        |        |
| 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   | 7,2    |        |        |
| Import (r/r, %, EUR)                                             | -1,0   | 7,4    | 2,7    | 2,9    | 9,8    | -5,9   | 3,8    | 4,2    | 7,8    | 3,7    | 16,9   | 10,9   |        |        |

\*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                     | 3,9  | 3,7  | 3,5  | 2,8  | 2,7  | 3,1  | 3,0  | 3,6  | 3,7  | 3,0  |      |
| Konsumpcja (% r/r)                                              | 3,3                     | 2,8  | 3,1  | 2,5  | 2,8  | 3,3  | 3,3  | 3,0  | 3,7  | 2,9  | 3,2  |      |
| Inwestycje (% r/r)                                              | 2,4                     | 8,4  | 9,6  | 8,1  | 7,2  | 6,3  | 4,5  | 5,9  | 4,4  | 7,5  | 6,4  |      |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)                                     | 5,6                     | 10,8 | 7,5  | 5,5  | 5,2  | 5,4  | 5,5  | 5,5  | 5,5  | 7,3  | 5,7  |      |
| Import (ceny stałe, % r/r)                                      | 6,1                     | 10,4 | 8,0  | 6,2  | 5,2  | 6,1  | 6,5  | 6,1  | 6,8  | 7,7  | 6,4  |      |
| Wkłady do wzrostu PKB                                           | Spożycie prywatne (pp.) | 2,0  | 1,6  | 1,8  | 1,2  | 1,7  | 1,9  | 1,9  | 1,5  | 2,1  | 1,7  | 1,8  |
|                                                                 | Inwestycje (pp.)        | 0,3  | 1,3  | 1,6  | 1,8  | 0,9  | 1,0  | 0,8  | 1,4  | 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 | 0,1  | -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  | 3,4  | 4,5  | 4,0  | 4,3  | 3,6  | 3,0  | 3,6  | 3,3  | 3,7  |      |
| Wibor 3-miesięczny (%)**                                        | 3,85                    | 3,85 | 3,98 | 4,10 | 4,10 | 4,10 | 3,73 | 3,60 | 3,99 | 4,10 | 3,60 |      |
| Stopa referencyjna NBP (%)**                                    | 3,75                    | 3,75 | 3,75 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 4,00 | 4,00 | 3,50 |      |
| EURPLN**                                                        | 4,29                    | 4,30 | 4,28 | 4,25 | 4,23 | 4,21 | 4,19 | 4,17 | 4,21 | 4,25 | 4,17 |      |
| USDPLN**                                                        | 3,71                    | 3,76 | 3,75 | 3,76 | 3,74 | 3,69 | 3,61 | 3,56 | 3,58 | 3,76 | 3,56 |      |

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

|                            | KRAJ          | WSKAŹNIK                                        | OKRES     | POPZEDNIA<br>WARTOŚĆ | PROGNOZA* |         |
|----------------------------|---------------|-------------------------------------------------|-----------|----------------------|-----------|---------|
|                            |               |                                                 |           |                      | CA        | RYNEK** |
| Poniedziałek 14.09.2026 r. |               |                                                 |           |                      |           |         |
| 14:00                      | Polska        | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)     | Lipiec    | -2216                | -3310     | -2341   |
| Wtorek 15.09.2026 r.       |               |                                                 |           |                      |           |         |
| 4:00                       | Chiny         | Sprzedaż detaliczna (% r/r)                     | Sierpień  | 0,6                  | 0,9       | 0,8     |
| 4:00                       | Chiny         | Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)    | Sierpień  | -6,7                 | -7,0      | -7,2    |
| 4:00                       | Chiny         | Produkcja przemysłowa (% r/r)                   | Sierpień  | 4,5                  | 4,8       | 4,8     |
| 9:30                       | Polska        | Inflacja CPI (% r/r)                            | Sierpień  | 3,0                  | 3,4       | 3,4     |
| 11:00                      | Niemcy        | Indeks ZEW (pkt.)                               | Wrzesień  | 34,2                 |           | 40,0    |
| 14:30                      | USA           | Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)           | Wrzesień  | 20,6                 |           | 14,8    |
| Środa 16.09.2026 r.        |               |                                                 |           |                      |           |         |
| 11:00                      | Strefa euro   | Produkcja przemysłowa (% m/m)                   | Lipiec    | 0,0                  |           | -0,4    |
| 11:00                      | Strefa euro   | Wynagrodzenia (% r/r)                           | II kw.    | 3,4                  |           |         |
| 14:00                      | Polska        | Inflacja bazowa (% r/r)                         | Sierpień  | 3,1                  | 3,4       | 3,2     |
| 14:30                      | USA           | Sprzedaż detaliczna (% m/m)                     | Sierpień  | -0,6                 | 0,7       | 0,9     |
| 16:00                      | USA           | Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)             | Lipiec    | 0,0                  |           | 0,8     |
| 20:00                      | USA           | Decyzja o stopach procentowych Fed (%)          | Wrzesień  | 3,75                 | 3,75      | 4,00    |
| Czwartek 17.09.2026 r.     |               |                                                 |           |                      |           |         |
| 11:00                      | Strefa euro   | Inflacja HICP (% r/r)                           | Sierpień  | 3,3                  |           | 3,3     |
| 13:00                      | Wlk. Brytania | Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%) | Wrzesień  | 3,75                 |           | 3,75    |
| 14:30                      | USA           | Liczba nowych bezrobotnych (tys.)               | o/tydzień | 206                  |           |         |
| 14:30                      | USA           | Nowe pozwolenia na budowę (tys.)                | Sierpień  | 1433                 |           | 1410    |
| 14:30                      | USA           | Liczba rozpoczętych budów (tys.)                | Sierpień  | 1239                 |           | 1305    |
| 14:30                      | USA           | Indeks Filadelfia Fed (pkt.)                    | Wrzesień  | 47,4                 |           | 32,5    |
| Piątek 18.09.2026 r.       |               |                                                 |           |                      |           |         |
| 9:30                       | Polska        | Produkcja przemysłowa (% r/r)                   | Sierpień  | 5,1                  | 5,3       | 6,1     |
| 10:00                      | Strefa euro   | Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)     | Lipiec    | 35,1                 |           |         |
| 15:15                      | USA           | Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)            | Sierpień  | 76,3                 |           | 76,4    |
| 15:15                      | USA           | Produkcja przemysłowa (% m/m)                   | Sierpień  | 0,2                  | 0,4       | 0,3     |

\* 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