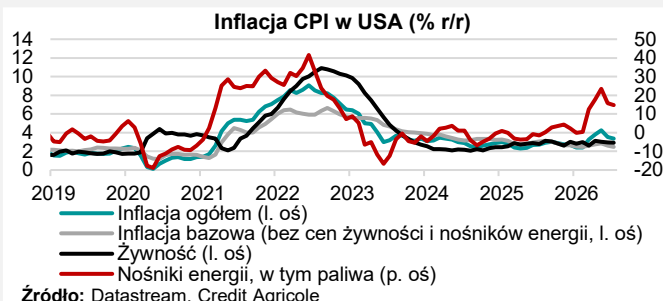


W tym tygodniu

W piątek opublikowana zostanie sierpniowa inflacja CPI w USA.

Oczekujemy stabilizacji rocznej dynamiki cen ogółem na poziomie 3,4%. Jednocześnie uważamy, że inflacja bazowa obniży się do 2,4% r/r w sierpniu z 2,5% w lipcu, czyli do najniższego poziomu od marca 2021 r. Wydzźwięk tych danych będzie

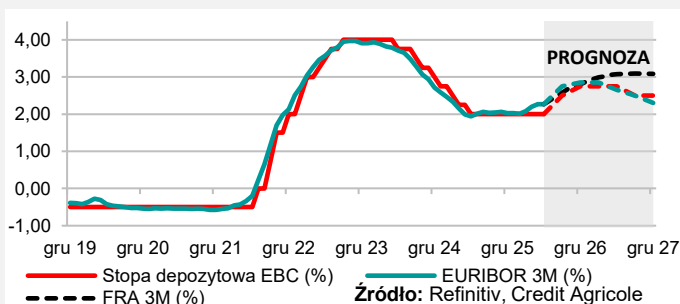
szczególnie istotny po opublikowanym w piątek, wyraźnie lepszym od oczekiwań raporcie z rynku pracy: zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w sierpniu o 162 tys. wobec oczekiwanych 56 tys., lipcowy odczyt zrewidowano w górę z -23 tys. do +21 tys., a stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,1%. Mocne dane z rynku pracy ograniczają argumenty na rzecz łagodniejszej polityki pieniężnej i sprawiają, że bilans ryzyka przed wrześniowym posiedzeniem FOMC przesunął się w kierunku podwyżki stóp. Nadal jednak oczekujemy, że Fed pozostawi stopy bez zmian – materializacja naszej prognozy dalszego spadku inflacji bazowej potwierdzałaby postępującą dezinflację i dawała FOMC argument za dalszym wstrzymaniem się z zacieśnieniem polityki pieniężnej. Z kolei wyższy od oczekiwań odczyt inflacji bazowej istotnie zwiększyłby prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki, wspierając dolara i rentowności amerykańskich obligacji oraz wywierając presję na złotego i ceny polskiego długu.



W czwartek odbędzie się posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że Rada Prezesów podwyższy stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę depozytową do 2,50%, zgodnie z konsensem rynkowym. Kluczowym elementem posiedzenia będą nowe projekcje makroekonomiczne, które powinny

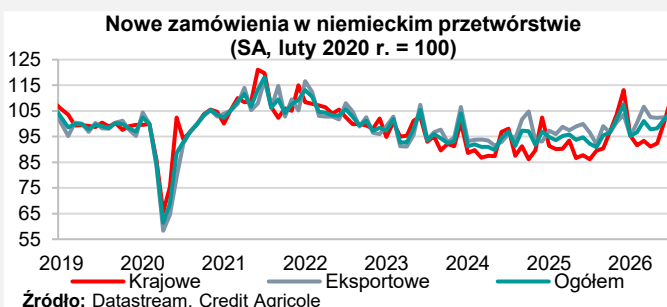
pokazać nieco niższą inflację ogółem w 2026 r. (2,9% wobec 3,0% w projekcji czerwcowej), ale wyraźnie wyższą ścieżkę na 2027 r. Oczekujemy podwyższenia prognozy inflacji HICP do 2,6% z 2,3% oraz inflacji bazowej do 2,7% z 2,5%, przede wszystkim w związku z wyższymi cenami gazu i energii elektrycznej oraz oczekiwanym przenoszeniem się szoku energetycznego na pozostałe kategorie koszyka inflacyjnego. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane za sierpień wskazały na wzrost inflacji HICP w strefie euro do 3,3% r/r z 2,9% w lipcu. Przyspieszenie wynikało przede wszystkim ze wzrostu dynamiki cen energii do 14,3% r/r w sierpniu z 10,3% w lipcu, podczas gdy inflacja bazowa obniżyła się do 2,4% z 2,5%. Dane nie sygnalizują więc na razie wyraźnych wtórnych efektów szoku energetycznego, a transmisja wyższych hurtowych cen gazu i energii elektrycznej na ceny konsumenckie przebiega wolniej od oczekiwań. Jednocześnie po dwóch pierwszych miesiącach III kw. inflacja ogółem kształtuje się na poziomie 3,1%, poniżej 3,4% zakładanych przez EBC w czerwcowej projekcji, podczas gdy inflacja bazowa pozostaje zasadniczo zgodna z wcześniejszym scenariuszem. Nie zmienia to jednak naszym zdaniem perspektyw na 2027 r., ponieważ wyższe założenia dotyczące cen gazu oraz możliwość nasilenia presji płacowej powinny skłonić EBC do rewizji ścieżki inflacji w górę. Taka projekcja powinna sprzyjać utrzymaniu jastrzębiej komunikacji i zasugerowaniu, że kolejny ruch stóp również może być podwyżką, jednak bez jednoznacznego zobowiązania co do terminu. Nie oczekujemy kolejnej podwyżki już w październiku. W naszym scenariuszu EBC podniesie stopę depozytową jeszcze raz, do 2,75% w grudniu 2026 r., a następnie utrzyma ją na tym poziomie przez dłuższy czas, zanim w dalszej części horyzontu zacznie stopniowo łagodzić politykę pieniężną. Nasz



- scenariusz pozostaje wyraźnie mniej jastrzębi niż obecna wycena rynkowa, która zakłada stopę depozytową w pobliżu 3,0% w połowie 2027 r. Dlatego nawet relatywnie jastrzębi przekaz Ch. Lagarde może zostać odebrany przez rynek jako umiarkowany względem bieżących oczekiwań.
- ✓ **Oczekujemy, że w środę RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.** Za takim scenariuszem przemawia bardziej jastrzębia retoryka członków Rady od czasu ostatniego posiedzenia, która po eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie wskazywała na brak przestrzeni do dalszych obniżek stóp procentowych. Pogląd ten dodatkowo wzmacnia istotnie wyższa od oczekiwań inflacja w sierpniu. Również perspektywy inflacyjne nie uzasadniają obecnie dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W konsekwencji najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje utrzymanie przez RPP strategii „wait and see” co najmniej do publikacji listopadowej projekcji inflacyjnej NBP, która może stanowić ważny argument na rzecz zacieśnienia polityki pieniężnej (patrz poniżej).
- ✓ **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 pozytywnym zaskoczeniem okazały się zamówienia w niemieckim przemyśle, które wzrosły o 2,5% m/m wobec oczekiwanego przez konsensus wzrostu o 0,3% oraz wzrostu o 3,7% w czerwcu, po rewizji w górę z 3,1%. W ujęciu**

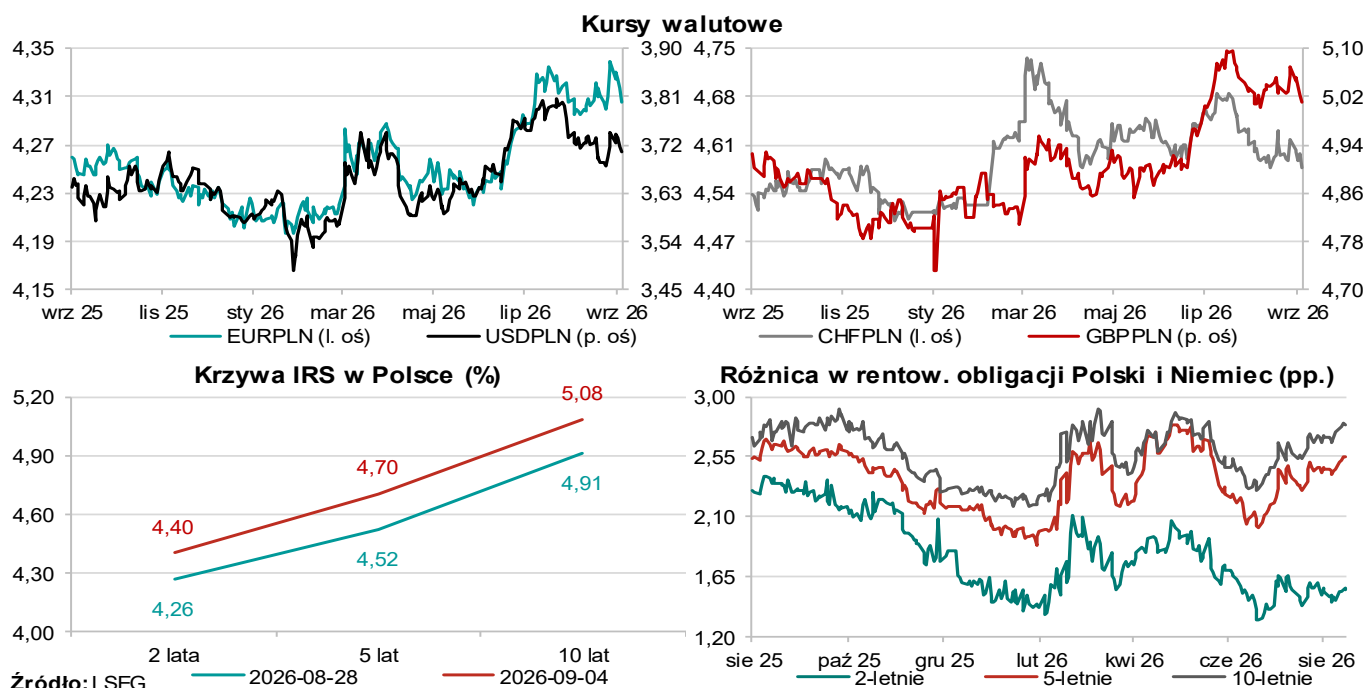


rocznym dynamika zamówień zwiększyła się do 13,1% r/r z 7,2% w czerwcu. Poprawa aktywności wynikała w dużej mierze z wpływu dużych zamówień - po ich wyłączeniu zamówienia spadły o 1,4% m/m. Do wzrostu zamówień przyczyniły się przede wszystkim zamówienia w kategorii pozostałego sprzętu transportowego, w tym w szczególności duże zamówienia w przemyśle stoczniowym, produkcji taboru kolejowego oraz lotnictwie, podczas gdy negatywnie oddziaływały zamówienia w branży motoryzacyjnej. Dzisiaj rano opublikowane zostały dane o produkcji przemysłowej w Niemczech w lipcu. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się o 1,1% m/m wobec jej stabilizacji w czerwcu, wyraźnie poniżej oczekiwań (0,1%), do czego przyczyniło się przede wszystkim znaczące zmniejszenie produkcji sprzedanej w branży motoryzacyjnej (o 9,2% w porównaniu z czerwcem), spowodowane głównie kilkutygodniową przerwą w produkcji związaną z dostosowaniem jednego z zakładów do produkcji samochodów elektrycznych. W kierunku zwiększenia aktywności w niemieckim przemyśle oddziaływał wzrost produkcji energii (o 4,7% w porównaniu z czerwcem). Wzrost w tym obszarze wynikał w szczególności ze zwiększenia produkcji energii elektrycznej z energetyki wiatrowej i fotowoltaiki. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach produkcja przemysłowa w Niemczech, wspierana m. in. przez

prewencyjne gromadzenie zapasów w związku z utrzymującymi się zaburzeniami w łańcuchach dostaw z Bliskiego Wschodu, rosnący popyt na technologie związane ze sztuczną inteligencją oraz większe zamówienia na sprzęt wynikające ze wzrostu wydatków obronnych, znajdzie się w umiarkowanym trendzie wzrostowym. Jutro poznamy dane o niemieckim bilansie handlowym.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z polskiej gospodarki.** Sierpniowy PMI obniżył się do 48,3 pkt. z 49,0 pkt. w lipcu, wskazując na utrzymującą się słabą aktywność w przetwórstwie przemysłowym (por. MAKROpuls z 1.09.2026). Jednocześnie finalny odczyt PKB za II kw. został lekko podniesiony – tempo wzrostu wyniosło 3,9% r/r wobec 3,5% w I kw., przy wyraźnym przyspieszeniu inwestycji (por. MAKROpuls z 31.08.2026). Z kolei wstępny szacunek inflacji za sierpień zaskoczył w górę – CPI wzrosła do 3,4% r/r z 3,0% w lipcu, a inflację bazową szacujemy na 3,4% r/r wobec 3,1% w lipcu. Łącznie dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej prognozy wzrostu PKB w 2026 r. do 3,7% z 3,5% oraz podwyższonej prognozy średniorocznej inflacji CPI do 3,3% w 2026 r. (z 2,8%) oraz do 3,7% w 2027 r. (poprzednio z 3,2%). Prognozę wzrostu PKB na 2027 r. pozostawiliśmy bez zmian na poziomie 3,0% (patrz poniżej).

Banki centralne i inflacja kluczowe dla rynków



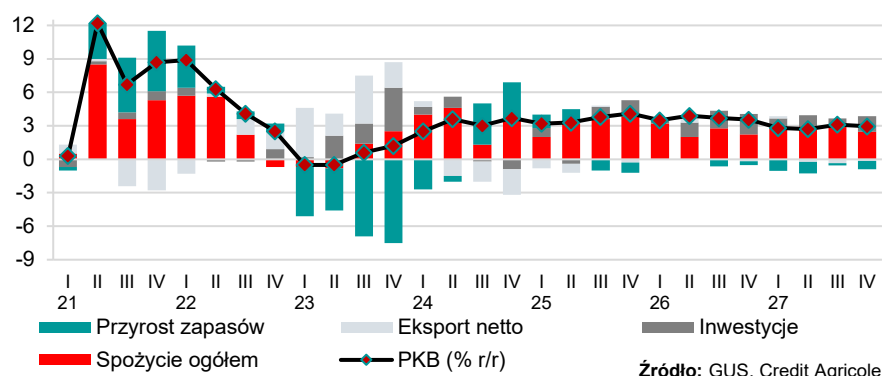
W ubiegłym tygodniu sytuację na rynkach finansowych kształtowały przede wszystkim wzrost cen surowców energetycznych związany z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz zmieniające się oczekiwania dotyczące polityki Fed. Na początku tygodnia nastąpiło umocnienie złotego w okolicach 4,33 za euro, czemu sprzyjały wyższe od oczekiwań krajowe dane o inflacji CPI i PKB, które jednocześnie zwiększyły oczekiwania na podwyżki stóp NBP i doprowadziły do silnego wzrostu rentowności polskich obligacji oraz stawek IRS. We wtorek i środę ponowna wymiana ataków między USA i Iranem podbiła cenę ropy Brent powyżej 95 USD za baryłkę, nasilając oczekiwania inflacyjne i wywołując dalszą przecenę globalnego oraz krajowego długu. Dodatkowym impulsem był wzrost inflacji HICP w strefie euro, który wzmocnił oczekiwania na wrześniową podwyżkę stóp EBC. Mimo wzrostu globalnej awersji do ryzyka kurs EURPLN pozostawał relatywnie stabilny w okolicach 4,33. W czwartek część wcześniejszej przeceny obligacji została odwrócona po bardziej umiarkowanych wypowiedziach Ch. Wallera z Fed, które obniżyły rynkowe

prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki stóp w USA. W piątek obserwowaliśmy częściową korektę po publikacji zdecydowanie mocniejszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy, która ponownie zwiększyła prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki stóp Fed. W efekcie w ujęciu całego tygodnia złoty umocnił się wobec euro, natomiast rentowności polskich obligacji i stawki IRS pozostały wyraźnie wyżej niż na jego początku.

W tym tygodniu uwaga rynków będzie koncentrować się przede wszystkim na śródownym posiedzeniu RPP, czwartkowej decyzji EBC oraz piątkowych danych o inflacji CPI w USA. Oczekujemy utrzymania stóp NBP bez zmian i podwyżki stóp EBC, przy czym dla rynków kluczowe będą komunikaty obu banków centralnych dotyczące dalszej ścieżki polityki pieniężnej. Naszym zdaniem będą one miały dosyć jastrzębi wydźwięk. Piątkowa publikacja inflacji w USA może natomiast istotnie wpłynąć na oczekiwania przed posiedzeniem Fed.

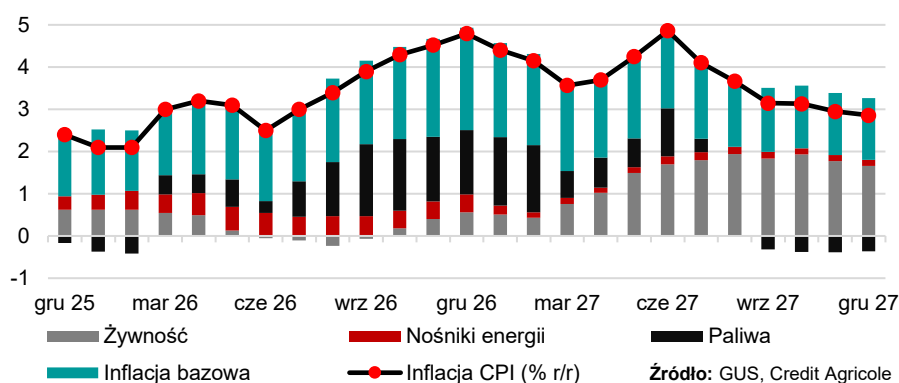
Prognozy dla krajów EŚW-4

Najnowsze dane makroekonomiczne skłoniły nas do aktualizacji prognoz dla gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (Polski, Czech, Węgier, Rumunii; dalej EŚW-4). Ogólny obraz naszego scenariusza nie uległ istotnej zmianie. W naszych zrewidowanych prognozach uwzględniliśmy dane o strukturze wzrostu PKB w II kw. oraz publikacje danych o inflacji w ostatnich miesiącach. Należy podkreślić, że nasz scenariusz charakteryzuje się podwyższoną niepewnością dotyczącą dalszego przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie.



Polska pozostaje najszybciej rosnącą gospodarką regionu – dynamika PKB zwiększyła się do 3,9% r/r w II kw. wobec 3,5% w I kw. Konsumpcja prywatna pozostała głównym motorem wzrostu, choć jej dynamika obniżyła się w II kw. w związku ze spowolnieniem realnego funduszu płac. Ożywienie inwestycyjne miało szeroki charakter: nakłady przedsiębiorstw

zatrudniających co najmniej 50 osób wzrosły o 18,7% r/r, a aktywność w budownictwie odbudowała się po słabym okresie zimowym. Jednocześnie eksport zwiększył się najszybciej od 2017 r. (z wyłączeniem okresu pandemii), dzięki czemu wkład eksportu netto do wzrostu PKB podniósł się do 0,5 pkt proc. Oczekujemy, że boom inwestycyjny będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach, wspierany przez absorpcję środków z KPO i Funduszu Spójności oraz realizację programu SAFE. Konsumpcja pozostanie głównym źródłem wzrostu PKB, choć przejściowo wyższa inflacja będzie ograniczała realną siłę nabywczą gospodarstw domowych. Ten negatywny efekt powinien być częściowo łagodzony wykorzystaniem zgromadzonych aktywów finansowych do wygładzania konsumpcji. Lepsze od oczekiwań dane za II kw. skłoniły nas do rewizji w górę prognozy wzrostu PKB w 2026 r. do 3,7% r/r z 3,5%. Jednocześnie pozostawiliśmy bez zmian prognozę na 2027 r. (3,0%). Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego pozostaje dalszy przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie i jego wpływ na ceny energii, łańcuchy dostaw oraz kształtowanie się popytu zewnętrznego.



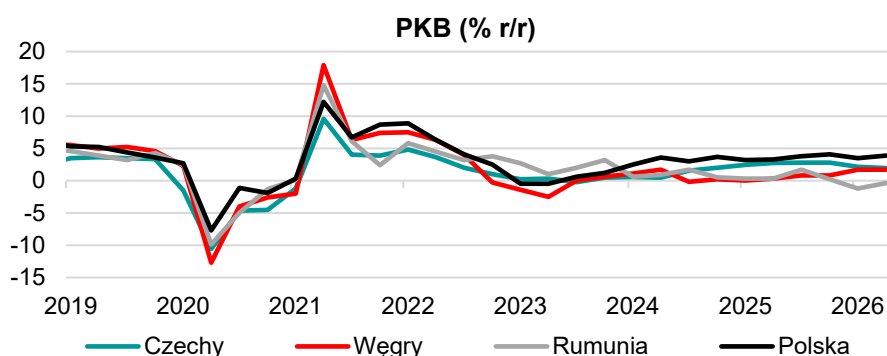
Podnieśliśmy również nasze prognozy inflacji w Polsce. Od poprzedniej rundy prognostycznej (na przełomie czerwca i lipca) konflikt na Bliskim Wschodzie nasilił się, a ceny ropy utrzymywały się wyraźnie powyżej poziomów przyjętych wcześniej w naszym scenariuszu. Co więcej, inflacja ogółem i inflacja bazowa ukształtowały się w sierpniu

znacząco powyżej oczekiwań. Najnowsze dane sugerują, że wcześniejszy szok energetyczny zaczyna coraz szerzej przekładać się na ceny bazowe. W naszym zrewidowanym scenariuszu, uwzględniającym wyższy punkt startowy, inflacja ogółem pozostanie powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu NBP od września 2026 r. do III kw. 2027 r., przejściowo zbliżając się do 5% r/r w grudniu 2026 r. i ponownie w połowie 2027 r. W konsekwencji podnieśliśmy prognozę średniorocznej inflacji CPI do 3,3% w 2026 r. i 3,7% w 2027 r. Bilans czynników ryzyka dla tej ścieżki pozostaje skierowany w górę, przede wszystkim ze względu na niepewność dotyczącą cen surowców energetycznych oraz skalę i trwałość wtórnych efektów cenowych.

Silny wzrost gospodarczy i prognozowane przez nas trwałe przekroczenie górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP zmieniają również perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy obecnie, że RPP powstrzyma się od dalszego łagodzenia polityki pieniężnej we wrześniu, a w IV kw. 2026 r. zdecyduje się na jej zacieśnienie, najprawdopodobniej po publikacji nowej projekcji inflacyjnej NBP w listopadzie. Prezes NBP A. Głapiński wskazywał wcześniej, że trwałe utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy pasma odchyień od celu byłoby istotnym argumentem za rozważeniem podwyżek stóp, a nasza obecna ścieżka inflacji spełnia ten warunek przez kilka kolejnych kwartałów. Oczekujemy zatem podwyżki stopy referencyjnej o 25 pb w IV kw. 2026 r., do 4,00%. 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%. Wyższa ścieżka stóp procentowych i mocny wzrost gospodarczy będą czynnikami wspierającymi kurs złotego, choć potencjał do jego umocnienia będzie ograniczany przez utrzymujące się podwyższone ryzyko geopolityczne i niekorzystną sytuację w finansach publicznych. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kurs EURPLN wyniesie 4,25 na koniec br. i 4,17 na koniec 2027 r.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Polsce									
	2025	2026	2027		2025	2026	2027		
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	3,6	3,7	3,0	Inflacja CPI (% r/r)	3,6	3,3	3,7		
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75
EURPLN	4,21	4,29	4,30	4,28	4,25	4,23	4,21	4,19	4,17

Źródło: Datastream, Credit Agricole



W Czechach wzrost PKB spowolnił do 1,9% r/r w II kw. z 2,2% r/r w I kw., ale jego struktura pozostała korzystna. Spożycie gospodarstw domowych zwiększyło się o 2,7% r/r wobec 3,3% w I kw., a nakłady brutto na środki trwałe o 7,1% wobec 6,5%. Istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost PKB była zmiana wkładu zapasów (o 1,3 pkt. proc.). Silny popyt krajowy

pozostaje zatem wspierany przez szybki wzrost realnych wynagrodzeń oraz wysoką aktywność inwestycyjną sektora publicznego. Prognozujemy, że PKB Czech zwiększy się o 2,1% w 2026 r. i 2,3% w 2027 r. W przyszłym roku wzrost gospodarczy będzie wspierany przez stopniową poprawę popytu u głównych partnerów handlowych i utrzymującą się wysoką aktywność inwestycyjną, choć wygaśnięcie finansowania w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności będzie ograniczało dynamikę inwestycji publicznych w najbliższych kwartałach.

Najbardziej charakterystyczną cechą czeskiej gospodarki pozostaje utrzymująca się rozbieżność między inflacją ogółem a inflacją bazową. Inflacja CPI obniżyła się w czerwcu do 1,5% r/r i wzrosła w lipcu jedynie do 1,7%. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymywała się w ostatnich kwartałach nieznacznie poniżej 3% bez wyraźnej tendencji spadkowej, a w lipcu osiągnęła poziom 3,0% r/r (najwyżej od czerwca 2025 r.). Uporczywości inflacji bazowej sprzyjają szybki wzrost płac oraz nadal wysoka dynamika cen nieruchomości (poprzez powiązany z nią wzrost imputowanych czynszów uwzględniany w koszyku inflacyjnym). Jednocześnie inflację ogółem w 2026 r. obniżają spadek cen żywności oraz niższe ceny regulowane energii elektrycznej, wynikające z przejścia przez budżet państwa części kosztów wsparcia odnawialnych źródeł energii, które wcześniej były finansowane w taryfach płaconych przez odbiorców. Zgodnie z projektem budżetu mechanizm ten ma zostać utrzymany również w 2027 r. Wzrost inflacji w przyszłym roku będzie wynikał przede wszystkim z normalizacji dynamiki cen żywności. Prognozujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 2,1% w 2026 r. i 2,5% w 2027 r.

W czerwcu Narodowy Bank Czech (CNB) podniósł 2-tygodniową stopę repo o 25 pb do 3,75%, natomiast oczekiwana przez nas kolejna podwyżka w sierpniu nie zmaterializowała się – CNB jednogłośnie utrzymał stopy procentowe bez zmian. Komunikacja banku wskazuje obecnie na przejście do strategii „wait-and-see”, przy czym prezes A. Michl podkreślił, że z nową projekcją makroekonomiczną spójna jest szeroko rozumiana stabilizacja krótkoterminowych stóp procentowych. Ścieżka przedstawiona w sierpniowej projekcji CNB implikuje przejściowy wzrost stóp procentowych o 25 pb w IV kw. 2026 r., a następnie odwrócenie tego ruchu w I kw. 2027 r. Taki scenariusz zakładający dużą zmienność stóp procentowych uważamy za mało prawdopodobny. Prognozujemy natomiast, że 2-tygodniowa stopa repo CNB pozostanie na poziomie 3,75% do III kw. 2027 r., a w IV kw. 2027 r. zostanie obniżona o 25 pb do 3,50%, przy czym bilans czynników ryzyka jest skierowany w stronę większej skali zacieśnienia polityki pieniężnej. W takich warunkach oczekujemy nieznacznego umocnienia kursu korony (por. tabela).

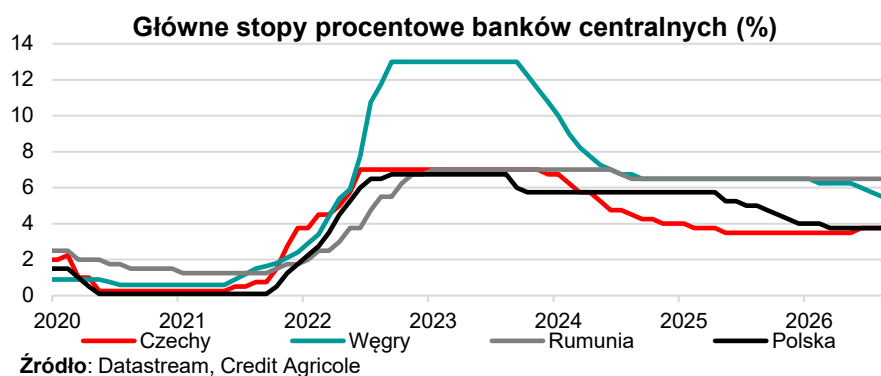
Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach									
	2025	2026	2027				2025	2026	2027
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	2,6	2,1	2,3	Inflacja CPI (% r/r)			2,5	2,1	2,5
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
2-tyg. stopa REPO CNB (%)	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
EURCZK	24,1	24,5	24,3	24,0	23,6	23,4	23,1	22,8	22,6

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Na Węgrzech, rząd P. Magyara, zaprzysiężony w maju br. i dysponujący większością konstytucyjną, zadeklarował nastawienie proeuropejskie oraz spełnienie kryteriów wejścia do strefy euro do ok. 2030 r. Porozumienie z końca maja obejmuje odblokowanie środków unijnych w wysokości ok. 16,4 mld EUR, w tym zrewidowany Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności o wartości 10,0 mld EUR. W krótkim okresie nie przełożyło się to jeszcze na przyspieszenie aktywności gospodarczej. Dynamika PKB nie zmieniła się w II kw. w porównaniu do I kw. i wyniosła 1,7% r/r (lekko poniżej konsensusu na poziomie 1,9%). Dane wskazują na poprawę aktywności przemysłowej, ale sytuacja w budownictwie i aktywność inwestycyjna pozostają słabsze. Pozytywny wpływ odblokowania środków unijnych jest odzwierciedlony głównie poprzez niższą premię za ryzyko i poprawę nastrojów, podczas gdy faktyczny impuls inwestycyjny powinien być silniejszy dopiero w 2027 r. Prognozujemy, że PKB Węgier wzrośnie o 2,0% w 2026 r. i 2,5% w 2027 r.

Polityka fiskalna stała się głównym ograniczeniem dla węgierskiego scenariusza. W przedstawionej 24 sierpnia nowelizacji budżetu rząd ustalił cel deficytu sektora finansów publicznych na 2026 r. na poziomie 7,5% PKB wobec pierwotnie planowanych 3,7% oraz 4,7% PKB odnotowanych w 2025 r. Oznacza to wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej. Bez działań korygujących deficyt w 2026 r. sięgnąłby 8,3% PKB. Rząd zapowiedział oszczędności rzędu 700 mld HUF oraz utworzenie funduszu rezerwowego o wartości 500 mld HUF, jednak skala nierównowagi fiskalnej pozostaje bardzo duża. Pogorszenie sytuacji finansów publicznych jest obecnie jednym z głównych czynników ryzyka dla Węgier, szczególnie w kontekście ocen agencji ratingowych. Wszystkie trzy główne agencje utrzymują negatywną perspektywę ratingu Węgier, a ocena S&P na poziomie BBB- znajduje się tylko jeden stopień powyżej ratingu spekulacyjnego. Projekt budżetu na 2027 r. wraz ze średniookresowym planem fiskalno-strukturalnym mają zostać przedstawione do końca października, dlatego wiarygodność zapowiadanej konsolidacji fiskalnej będzie kluczowa dla perspektyw ratingu, premii za ryzyko i kursu forinta.

W lipcu inflacja CPI obniżyła się na Węgrzech do 1,2% r/r wobec 1,7% w czerwcu, a inflacja bazowa spadła do 1,9% z 2,0%. Silna dezinflacja wynikała przede wszystkim ze spadku cen żywności oraz korzystnego wpływu mocniejszego forinta, które ogranicza dynamikę cen towarów importowanych. Istotne znaczenie mają również interwencje administracyjne. Limit cen paliw został zniesiony pod koniec czerwca bez istotnego wpływu na CPI, ponieważ ceny rynkowe kształtowały się wówczas poniżej obowiązujących pułapów, podczas gdy limity marż na wybrane artykuły żywnościowe i drogerijne pozostają w mocy, a ich harmonogram wygaszania nie został ogłoszony. Narodowy Bank Węgier (MNB) szacuje, że instrumenty te obniżają inflację o ok. 1 pkt proc. Prognozujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 2,0% w 2026 r. i 3,0% w 2027 r. Bilans czynników ryzyka jest skierowany w górę z uwagi na możliwość stopniowego wycofywania interwencji cenowych, szybki wzrost dochodów, wzrost cen ropy na rynkach światowych będący efektem eskalacji sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz utrzymującą się presję cenową w usługach.



Znacznie niższa od oczekiwań inflacja pozwoliła MNB przeprowadzić zapowiedziany na początku lata krótki cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Bank centralny obniżył stopę bazową z 6,25% do 6,00% w czerwcu, 5,75% w lipcu i 5,50% w sierpniu, kończąc tym samym serię trzech kolejnych obniżek po 25 pb. MNB nie przesądził jednak, że oznacza to

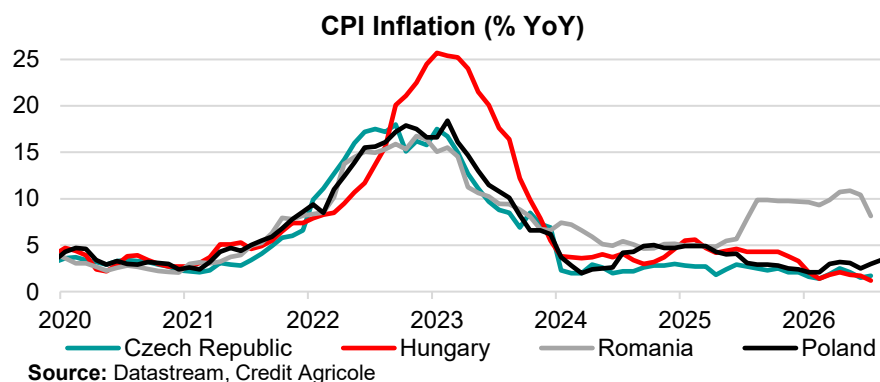
zakończenie całego cyklu łagodzenia – dalsza ścieżka stóp ma zostać określona na podstawie wrześniowego Raportu o inflacji. Biorąc pod uwagę bardzo niską inflację, uważamy, że przestrzeń do

dalszych obniżek pozostaje, choć ich tempo będzie ograniczane przez trzy czynniki sygnalizowane przez prezesa MNB: konieczność utrzymania dodatnich realnych stóp procentowych, stabilności forinta oraz ryzyko związane z sytuacją fiskalną. Dodatkowym ryzykiem ograniczającym przestrzeń do obniżek stóp jest ewentualne obniżenie celu inflacyjnego MNB do 2,5%, sygnalizowane w doniesieniach medialnych. W scenariuszu bazowym przewidujemy obniżkę stóp procentowych o 25 pb na posiedzeniu we wrześniu oraz kolejną w IV kw.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech									
	2025	2026	2027						
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	0,4	2,0	2,5	Inflacja CPI (% r/r)					
				2025	2026	2027			
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa procentowa MNB (%)	6,50	6,25	6,00	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50
EURHUF	384	382	354	365	360	352	350	347	345

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Rumunia pozostaje najślabszą gospodarką regionu. W II kw. PKB nie zmienił się w ujęciu kwartalnym, a w ujęciu rocznym obniżył się o 0,4% po spadku o 1,2% w I kw. Zacieśnienie polityki fiskalnej, w tym wcześniejsze podwyżki podatków oraz wysoka inflacja ograniczają realną siłę nabywczą gospodarstw domowych i popyt krajowy. Jednocześnie utrzymująca się niestabilność polityczna (utrzymujący się spór dotyczący powołania rządu i brak stabilnej większości parlamentarnej) utrudnia wdrażanie reform wymaganych w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Część projektów jest zagrożona z powodu opóźnień w realizacji kamieni milowych, co ogranicza ożywienie inwestycji. Prognozujemy spadek PKB w 2026 r. o 0,1% i jego wzrost o 1,5% w 2027 r., przy czym przyszłoroczne odbicie będzie w znacznym stopniu wynikało z efektów niskiej bazy oraz stopniowej poprawy w zakresie inwestycji i eksportu.



Inflacja w Rumunii pozostaje bardzo wysoka. CPI obniżył się z 10,4% r/r w czerwcu do 8,2% w lipcu, jednak miesięczny wzrost cen nadal wynosił 0,6%, a ceny usług były o 13,7% wyższe niż rok wcześniej. Inflacja bazowa również pozostaje uporczywa - w czerwcu wyniosła 8,3%. Spadek inflacji ogółem wynika w dużej mierze z efektów bazy, podczas gdy bieżąca presja cenowa

nadal jest silna. Dodatkowo część obecnych interwencji cenowych wygaśnie w 2027 r. - ograniczenie marż na podstawowe artykuły żywnościowe i mechanizm ochronny dotyczący cen gazu dla gospodarstw domowych – co dodatkowo będzie ograniczało spadek inflacji. Prognozujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 8,4% w 2026 r. i obniży się do 4,4% w 2027 r.

Narodowy Bank Rumunii utrzymał w ostatnich miesiącach stopę referencyjną na poziomie 6,50%. Przy prawie dwucyfrowej inflacji bank centralny ma ograniczoną przestrzeń do szybkiego łagodzenia polityki pieniężnej pomimo bardzo słabej aktywności gospodarczej. W naszej ocenie NBR utrzyma stopy procentowe bez zmian co najmniej do końca 2026 r., a cykl obniżek rozpocznie dopiero wraz z wyraźniejszym spadkiem inflacji w 2027 r. Ryzyka dla kursu leja pozostają podwyższone z uwagi na nadal wysokie deficyty fiskalny i obrotów bieżących oraz niepewność polityczną. Aktywna obecność NBR na rynku walutowym będzie ograniczać osłabienie leja rumuńskiego.

Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Rumunii									
	2025	2026	2027						
Tempo wzrostu PKB (% r/r)	0,7	-0,1	1,5	Inflacja CPI (% r/r)					
				2025	2026	2027			
				7,3	8,4	4,4			
	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26	mar 27	cze 27	wrz 27	gru 27
Stopa procentowa NBR (%)	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,00	4,50
EURRON	5,09	5,10	5,24	5,25	5,25	5,25	5,28	5,28	5,28

Źródło: Datastream, Credit Agricole

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	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	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	5,0	5,3	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	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	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	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	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	-0,9	-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	5,8
Saldo ROB (mln EUR)	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1071	-2216	-3310	-3310	-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	7,2	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	10,9	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
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)				1,7				2,1	1,7	1,8
	Inwestycje (pp.)				0,9				0,8	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)				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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.09.2026 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Lipiec	0,2		0,1
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Wrzesień	0,9		2,0
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	II kw.	0,5		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	II kw.	0,4	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	II kw.	1,0	1,0	1,0
Wtorek 08.09.2026 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Sierpień	112,5		120,0
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Lipiec	15,4		
Środa 09.09.2026 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Wrzesień	3,75	3,75	3,75
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Sierpień	3,5		3,7
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Sierpień	0,5		0,8
Czwartek 10.09.2026 r.						
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Wrzesień	2,40	2,65	2,65
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Lipiec	1,3		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Lipiec	-3,0		
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Sierpień	4,06	3,98	4,00
Piątek 11.09.2026 r.						
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Sierpień	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Sierpień	0,1	0,4	0,4
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Wrzesień	51,7	51,7	51,1

* 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