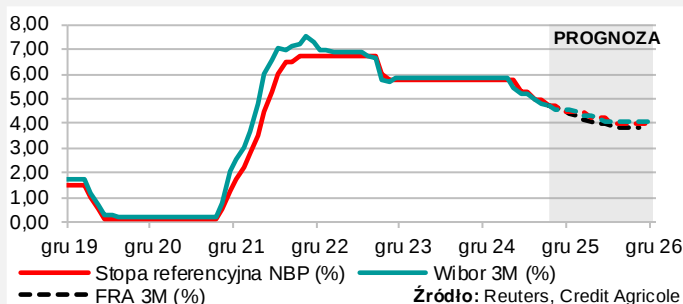


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 4,75%). W trakcie konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu, prezes

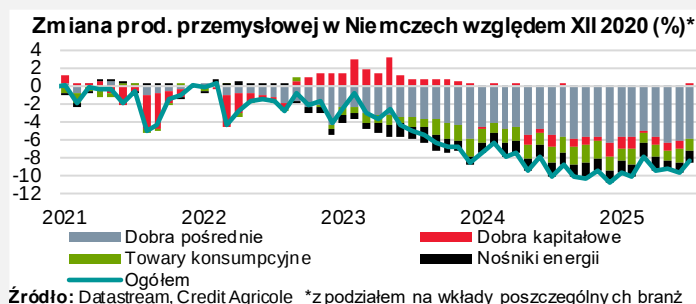
NBP Adam Glapiński podkreślał, że Rada zachowuje ostrożność w zakresie dalszego luzowania polityki pieniężnej, wskazując na czynniki ryzyka dla kształtowania się inflacji, takie jak luźna polityka fiskalna i szybki przyrost długu publicznego, wciąż wysoka dynamika płac oraz obserwowane ożywienie konsumpcji. Od tamtego czasu również inni członkowie Rady prezentowali zachowawcze stanowisko. Dlatego uważamy, że RPP wstrzyma się z decyzją o obniżeniu stóp procentowych do listopada, kiedy zostanie opublikowana najnowsza projekcja inflacji. Dopuszczamy jednak materializację scenariusza alternatywnego, w którym polityka pieniężna zostanie złagodzona w tym tygodniu. Oczekiwania analityków są mocno podzielone. Zgodnie z wynikami ankiety gazety Parkiet tyle samo zespołów analitycznych oczekuje obniżki stóp procentowych o 25pb, jak i ich stabilizacji. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że decyzja RPP i konferencja prasowa będą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może ona dostarczyć istotnych informacji w świetle wyraźnych różnic wśród członków Fed dotyczących preferowanej przez nich skali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Różnice te ujawniły się w opublikowanym wraz z wynikami wrześniowej projekcji wykresie punktowym przedstawiającym oczekiwania poszczególnych członków Fed dotyczące przyszłego poziomu stóp procentowych. Oczekujemy, że publikacja *Minutes* może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. W piątek poznamy wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że zmniejszył się on nieznacznie do 54,0 pkt. w październiku z 55,1 pkt. we wrześniu. Naszym zdaniem pogorszenie nastrojów konsumenckich wynikało z tzw. *government shutdown* w USA, czyli czasowego wstrzymania finansowania instytucji federalnych wskutek braku porozumienia w Kongresie w zakresie budżetu. Publikacja wyników badań koniunktury w USA będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków finansowych. W przypadku ewentualnego zakończenia *government shutdown* (tj. wznowienia finansowania instytucji federalnych) w tym tygodniu mogą również zostać opublikowane niektóre zaległe dane makroekonomiczne sprzed dwóch tygodni.

W tym tygodniu opublikowane zostaną dane z niemieckiej gospodarki. We wtorek poznamy dane dotyczące zamówień w niemieckim przemyśle, które zgodnie z konsensusem rynkowym, zwiększyły się w sierpniu o 1,5% m/m wobec spadku o 2,9% w lipcu. Rynek

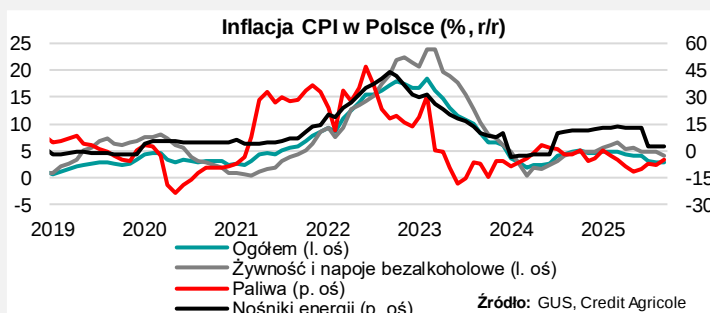


oczekuje, że miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w sierpniu do -1,0% wobec 1,3% w lipcu. Zgodnie z konsensusem saldo bilansu handlowego wzrosło w sierpniu do 15,2 mld EUR wobec 14,7 mld EUR w lipcu. Łącznie dane zasygnalizują stagnację w niemieckim przemyśle, spójną z niezbyt optymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI (por. MAKROmapa z 29.09.2025). Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

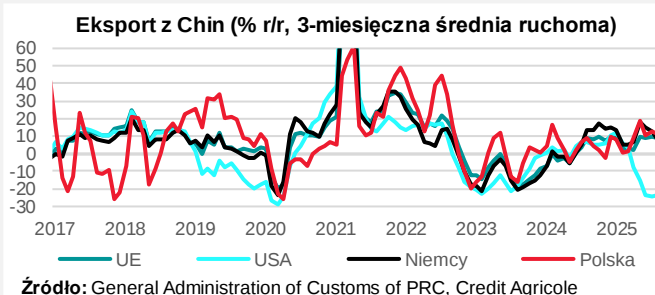
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,9% r/r, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (3,0%) i naszej prognozy (3,1%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające

informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Na stabilizację inflacji złożyła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,2% r/r we wrześniu wobec 4,9% w sierpniu), która skompensowała wyższą dynamikę cen w kategorii „paliwa” (-4,9% wobec -7,7%) oraz „nośniki energii” (2,4% wobec 2,3%). Najprawdopodobniej głównym źródłem spadku dynamiki cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” była niższa dynamika cen owoców i warzyw. Wsparcie dla takiej oceny stanowi opublikowany w ubiegłym tygodniu przez GUS przedwytokowy szacunek głównych ziemioplodów rolnych i ogrodnich, który potwierdził ich dobre tegoroczne zbiory (warzyw o 6% wyższe niż przed rokiem, owoców z drzew o 10% wyższe, a owoców z krzewów o 1% wyższe). Zgodnie z naszymi szacunkami, inflacja bazowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,2%. Jednocześnie szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,2%, co jest spójne z ich wzorcem sezonowym. Tym samym wskazuje to na osłabienie presji inflacyjnej w porównaniu do poprzednich miesięcy, kiedy to wskaźnik ten kształtował się powyżej swojego wzorca sezonowego. Wrześniowe dane o inflacji stanowią lekkie ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym średnioroczna inflacja CPI wyniesie 3,7% r/r w 2025 r. wobec 3,6% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie do 2,9%. Jednocześnie w całym horyzoncie naszej prognozy (tj. do końca 2026 r.) inflacja będzie kształtować się w paśmie odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% ±1 pkt proc.).



Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 51,2 pkt. wobec 50,5 pkt. w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,3 pkt.). W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień i bieżącej

produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zapasów. W danych na uwagę zasługuje wyraźne przyspieszenie wzrostu nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych - indeks dla nowych zamówień eksportowych ukształtował się we wrześniu powyżej granicy 50 pkt. po raz pierwszy od marca br. Wskazuje to, że chińscy



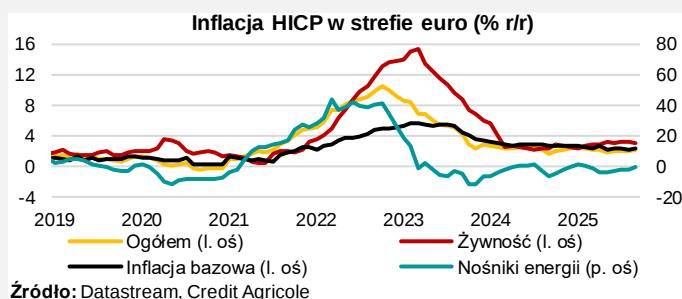
eksporterzy dostosowali się do szoku związanego z amerykańskimi cłami poprzez większą sprzedaż na inne rynki (por. MAKROmapa z 19.05.2025). W ubiegłym tygodniu opublikowany został również wskaźnik NBS PMI, który zwiększył się we wrześniu do 49,8 pkt. wobec 49,4 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (49,6 pkt.). Opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury z chińskiego przetwórstwa nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w Chinach zwiększyła się w III kw. do 4,4% r/r wobec 4,2% w II kw. Prognozujemy, że w całym 2025 r. PKB w Chinach zwiększy się o 4,8% wobec 5,0% w 2024 r.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się we wrześniu do 48,0 pkt. wobec 46,6 pkt. w sierpniu, a tym samym ukształtował się on powyżej oczekiwań rynku (47,0 pkt.) zgodnie z naszą prognozą. Wzrost indeksu we wrześniu wynikał ze zwiększenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Mimo odnotowanego we wrześniu wzrostu, indeks PMI od 5 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W danych na szczególną uwagę zasługuje pierwszy od kwietnia br. wzrost zaległości produkcyjnych (wartość indeksu powyżej poziomu 50 pkt.). Jest to sytuacja nietypowa, gdyż w ostatnich kwartałach firmy podtrzymywały swoją aktywność realizując zaległe zamówienia i jest to tym samym drugi przypadek od maja 2022 r., kiedy te zaległości zaczęły przyswajać. W naszej ocenie odnotowany we wrześniu przyrost zaległości produkcyjnych jest obserwacją nietypową (produkcja nadal spada, a zaległości produkcyjne rosną – por. MAKROpuls z 01.10.2025). Wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie obniżyła się w III kw. do 46,8 pkt. względem 47,4 pkt. w II kw. Mimo to podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zwiększyła się w III kw. do 3,8% r/r wobec 3,4% w II kw., a w całym 2025 r. wzrośnie do 3,6% wobec 2,9% w 2024 r. Uważamy, że czynnikiem kompensującym słabszą koniunkturę w przetwórstwie była wyższa aktywność w usługach.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się we wrześniu do 2,2% r/r wobec 2,0% w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie. Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii. Inflacja bazowa nie zmieniła

się i od maja br. pozostaje na poziomie 2,3% r/r. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się relatywnie wysoka dynamika cen usług. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego spadku inflacji bazowej, jednak proces ten będzie powolny i osiągnie ona poziom 2,0% dopiero w II kw. 2026 r.

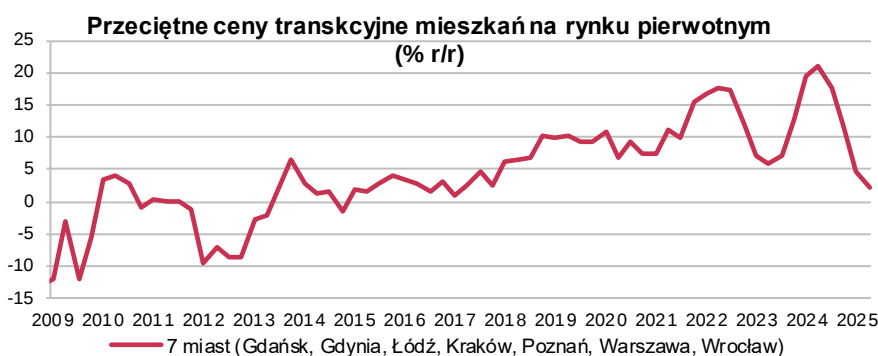
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w amerykańskiej gospodarce. Indeks ISM zwiększył się we wrześniu do 49,1 pkt. wobec 48,7 pkt. w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostawy), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji. Dane wskazują zatem, że odnotowany w sierpniu wzrost nowych zamówień był przejściowy (składowa ponownie spadła poniżej granicy 50 pkt.). Z kolei indeks ISM dla usług zmniejszył się we wrześniu do 50,0 pkt. wobec 52,0 pkt. w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (51,8 pkt.). Jego spadek wynikał z obniżenia 2 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień oraz bieżącej aktywności), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. Z kolei na pogorszenie koniunktury wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się we wrześniu do 94,2 pkt. wobec 97,8 pkt. w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (96,0 pkt.). Jednocześnie ze względu na impas w Kongresie w sprawie budżetu, w amerykańskiej



gospodarce ogłoszono *government shutdown*, który oznacza wstrzymanie działalności części instytucji federalnych. Z tego powodu w ubiegłym tygodniu nie zostały opublikowane dane o zatrudnieniu poza rolnictwem. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży jeszcze stopy procentowe o 25pb (w grudniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

W ubiegłym tygodniu w Czechach odbyły się wybory parlamentarne, które zakończyły się zdecydowanym zwycięstwem populistycznego ruchu ANO A. Babiša. Partia zdobyła 34,5% głosów oraz 80 mandatów w 200-osobowej Izbie Poselskiej, wyraźnie przekraczając poziom wskazywany w sondażach przedwyborczych (26-30%). Rządząca koalicja Spolu uzyskała tylko 23,4% głosów i 52 mandaty, a do parlamentu weszły również mniejsze ugrupowania – STAN (11,2%), Piraci (9,0%), skrajnie prawicowa SPD (7,8%) oraz nowa partia AUTO (6,8%). Mimo dużego poparcia ANO nie osiągnęła większości. Dlatego A. Babiš rozpoczął już rozmowy koalicyjne z AUTO i SPD, które wraz z ANO dysponowałyby łącznie 108 mandatami – czyli minimalną większością. Kampania Babiša była oparta na szerokich obietnicach fiskalnych, obejmujących m.in. podwyżki płac i emerytur w sektorze publicznym, obniżki podatków CIT i VAT, nowe dopłaty mieszkaniowe, rozszerzenie świadczeń rodzinnych oraz działania zmierzające do obniżenia kosztów energii i paliw. Można szacować, że pełna realizacja tych postulatów skutkowałaby wzrostem deficytu fiskalnego o ok. 2 pkt. proc. PKB. Taki scenariusz napotkałby jednak istotne ograniczenia wynikające z unijnych reguł fiskalnych, a także z możliwego sprzeciwu prezydenta oraz Senatu. Oczekujemy zatem jedynie częściowego wdrożenia wymienionych wyżej obietnic wyborczych. Niemniej jednak wzrost prawdopodobieństwa luzowania fiskalnego ma istotny wpływ na perspektywy polityki pieniężnej. W scenariuszu bazowym zakładaliśmy stabilizację stóp CNB na poziomie 3,50% przynajmniej do końca 2026 r. Obecnie uważamy, że jastrzębie nastawienie CNB będzie jeszcze bardziej widoczne. Biorąc pod uwagę silną awersję banku centralnego do inflacji, nie można wykluczyć sygnałów – a nawet faktycznej podwyżki stóp o 25pb – w przypadku, gdyby luzowanie fiskalne okazało się większe od oczekiwań.

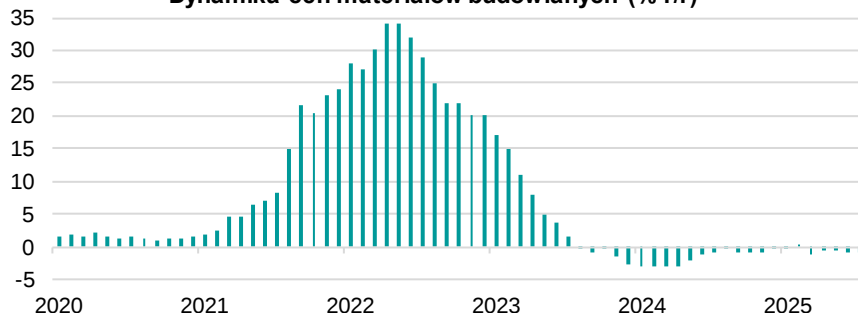
Wzrost cen mieszkań przyspieszy w 2026 r.



Źródło: NBP, Credit Agricole

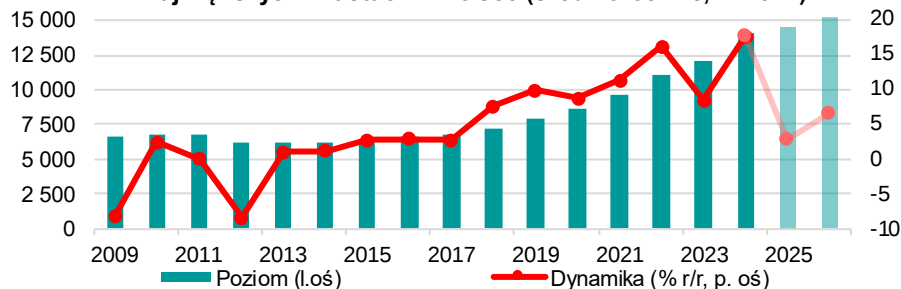
W MAKROmapie z 10.03.2025 przedstawiliśmy naszą prognozę kształtowania się cen mieszkań w perspektywie średniookresowej. Oczekiwaliśmy wówczas lekkiego spadku cen w I poł. br. Prognoza ta zmaterializowała się tylko częściowo. Zgodnie z danymi NBP, przeciętna cena transakcyjna na rynku pierwotnym dla 7 największych miast w Polsce

(Gdańsk, Gdynia, Łódź, Kraków, Poznań, Warszawa, Wrocław) zmniejszyła się o 0,6% kw/kw w I kw. br. jednak ponownie wzrosła w takiej samej skali w II kw. Warto zwrócić uwagę, że kształtowanie się cen charakteryzowało się dużym zróżnicowaniem geograficznym. Ceny mieszkań w I kw. obniżyły się w Łodzi, Poznaniu i Warszawie, podczas gdy w pozostałych miastach objętych badaniem odnotowano dalszy wzrost cen nieruchomości. W II kw. ceny obniżyły się nieznacznie (o 0,1%) tylko w Warszawie. Poniżej przedstawiamy aktualizację naszej prognozy.

Dynamika cen materiałów budowlanych (% r/r)


Źródło: PBS, Credit Agricole

reprezentuje w modelu wpływ zmian popytu mieszkaniowego ze strony gospodarstw domowych na kształtowanie się cen mieszkań. Stopa bezrobocia pozwala na uchwycenie jednocześnie wielu czynników determinujących popyt mieszkaniowy z punktu widzenia sytuacji na rynku pracy (zmiany wynagrodzeń, zdolności kredytowej, obaw o utratę pracy, etc.). Trzecia zmienna to ceny materiałów budowlanych, które obrazują koszty budowy mieszkań znajdujące odzwierciedlenie w finalnej cenie nieruchomości. Warto zwrócić uwagę, że ceny materiałów budowlanych spadają już od sierpnia 2023 r., co będzie czynnikiem ograniczającym wzrost cen nieruchomości w najbliższych miesiącach. Skala tego oddziaływania jest jednak niewielka. Po pierwsze, spadki cen są niewielkie – w ciągu ostatniego roku nie przekroczyły one 1% w ujęciu r/r. A po drugie, zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego, spadek cen materiałów o 10% oddziałuje w kierunku obniżenia cen mieszkań o ok. 3%.

Ceny transakcyjne mieszkań na rynku pierwotnym w 7 największych miastach w Polsce (średniorocznie, PLN/m²)*


Źródło: NBP, Credit Agricole

*od 2025 r. prognoza

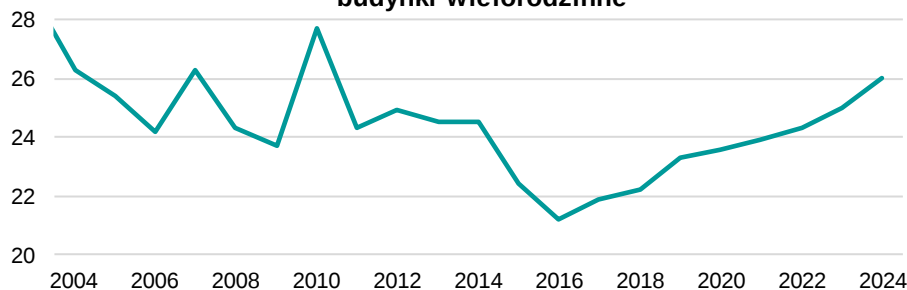
kredytowych, jak i wartość udzielonych kredytów rosta w okresie maj-sierpień br. w tempie przekraczającym 30% r/r. Tendencja ta będzie nabierała na sile wraz z oczekiwanymi przez nas kolejnymi obniżkami stóp procentowych NBP w IV kw. 2025 r. i w I poł. 2026 r. Skalę podwyżek cen mieszkań będą jednak ograniczały znaczące zapasy niesprzedanych mieszkań na rynku pierwotnym, które zwiększają siłę negocjacyjną kupujących. Ponadto dotychczasowe wyhamowanie wzrostu cen również ogranicza popyt spekulacyjny. Niemniej jednak w 2026 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu cen mieszkań z uwagi na dobrą sytuację makroekonomiczną (wyraźne ożywienie gospodarcze, znaczący wzrost wynagrodzeń, oraz niskie bezrobocie), która w sposób fundamentalny podtrzymuje popyt na mieszkania. Istotnym czynnikiem łagodzącym potencjalny spadek cen jest również niskie zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych. Pomimo wzrostu liczby mieszkań dostępnych na rynku na przestrzeni ostatnich lat, liczba mieszkań przypadająca na 1000 osób w Polsce pozostaje znacząco poniżej średniej dla Unii Europejskiej. Kolejnym czynnikiem napędzającym wzrost cen będą rosnące koszty w budownictwie materializujące się w warunkach zwiększonej absorpcji środków unijnych. Zwiększenie kosztów będzie wynikało zarówno ze wzrostu cen materiałów budowlanych, jak i ze wyższych płac wynikających z niedoboru pracowników. Ponadto rosnące wymogi regulacyjne i techniczne systematycznie podnoszą koszty budowy. Nowe warunki techniczne obejmują m.in. wyższe standardy efektywności energetycznej, dostępności i bezpieczeństwa, co często wymusza stosowanie droższych materiałów i technologii. Powyższe czynniki wymuszają większe nakłady inwestycyjne i wyznaczają wyższy próg opłacalności projektów na rynku

Nasz model ekonometryczny, który wykorzystujemy do objaśnienia rocznej dynamiki cen mieszkań uwzględnia głównie czynniki charakterze popytowym i cenowo-kosztowym. Wśród zmiennych objaśniających można wymienić opóźnioną dynamikę cen, która reprezentuje inercję rynku mieszkaniowego. Drugą zmienną jest stopa bezrobocia BAEL, która

Uwzględniając wyniki modelowania ekonometrycznego, w II poł. 2025 r. oczekujemy lekkiego wzrostu ceny mieszkań (o ok. 1% kw/kw) z uwagi na ożywienie popytu względem poprzednich kwartałów. Obniżki stóp procentowych przez NBP przyczyniły się do wzrostu liczby osób zainteresowanych kupnem mieszkania. Według danych BIK zarówno liczba wniosków

pierwotnym, oddziałując w kierunku wzrostu ich cen. Podsumowując, prognozujemy, że średnioroczna dynamika cen mieszkań wyniesie 2,6% r/r w br. i 6,3% w 2026 r. (por. wykres).

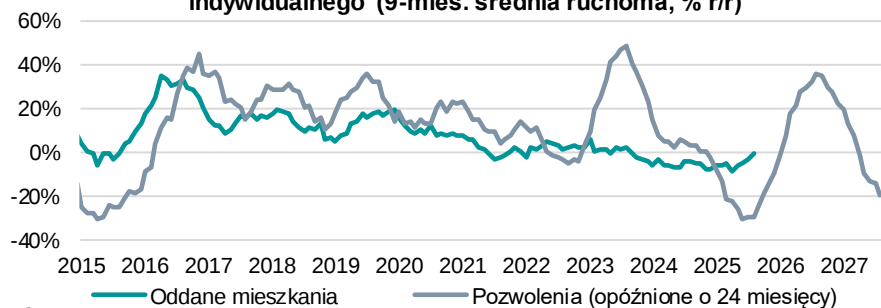
Przeciętny czas trwania budowy w miesiącach - budynki wielorodzinne



Źródło: GUS, Credit Agricole

wyższy popyt na meble ze strony gospodarstw domowych, które wprowadzają się do nowego mieszkania. Wielkość podaży mieszkań, czyli liczby oddanych mieszkań, w średnim okresie można oszacować na podstawie liczby rozpoczętych budów mieszkań. Zgodnie z danymi GUS, przeciętny czas trwania budowy mieszkań w przypadku budynków wielorodzinnych, które zostały oddane do użytku w ciągu ostatnich pięciu lat, był zbliżony do 2 lat. Warto zwrócić uwagę, że od 2016 r. ten czas stopniowo się wydłużał i w 2024 r. osiągnął wartość największą od 2010 r. (26 miesięcy, por. wykres). Znając przybliżony czas budowy mieszkań możemy oszacować z jakim opóźnieniem wydane pozwolenia znajdą odzwierciedlenie w liczbie ukończonych mieszkań, czyli podaży nowych mieszkań. W dalszej analizie skupiamy się na danych z wyłączeniem budownictwa indywidualnego (głównie budowy domów realizowane na użytek własny).

Pozwolenia na budowę i oddane mieszkania (z wył. bud. indywidualnego (9-mies. średnia ruchoma, % r/r)



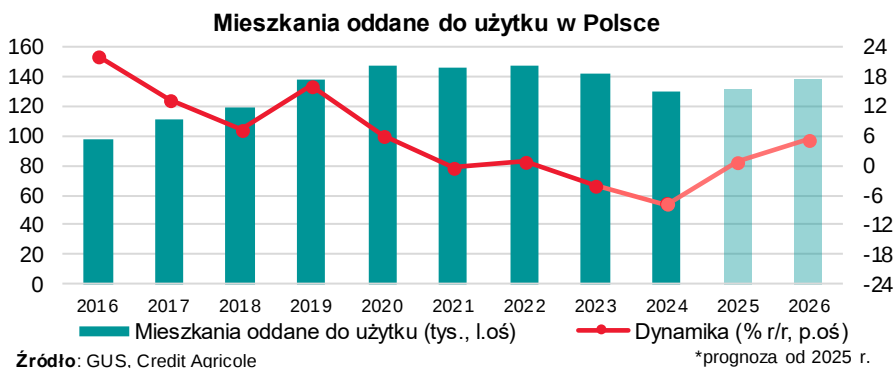
Źródło: GUS, Credit Agricole

z właściwości wyprzedzających wspomnianej zależności można byłoby oczekiwać, że podaż mieszkań (tj. liczba oddanych mieszkań) na rynku pierwotnym silnie wzrosnie w latach 2023-2024. Niemniej jednak taki scenariusz nie zmaterializował się. Lata 2022-2024 obfitowały w szoki, które oddziaływały w kierunku wydłużenia procesu budowy. Wybuch wojny w Ukrainie oddziaływał w kierunku odpływu pracowników-immigrantów z placów budowy. Ponadto przyczynił się on do silnego wzrostu cen materiałów budowlanych oraz zwiększenia niepewności. Z kolei wysoka inflacja prowadziła do zwiększonej presji na wzrost wynagrodzeń, co stanowiło dodatkowe obciążenie finansowe dla realizowanych projektów budowlanych. Wzrost stóp procentowych oddziaływał zarówno w kierunku zmniejszenia popytu na mieszkania, jak również w kierunku wzrostu kosztów obsługi zadłużenia firm z branży budowlanej. Prowadziło to do pogorszenia sytuacji finansowej deweloperów. W takiej sytuacji część z nich zwlekała z realizacją inwestycji na gruntach z już udzielonymi pozwoleniami albo realizowała inwestycje etapami w miarę wyprzedawania lokali, co wydłużało czas ich realizacji. W takich warunkach część deweloperów starała się przeczekać sytuację spowalniając realizację projektów budowlanych z uwagi na obawy o popyt na lokale, rosnące i nieprzewidywalne koszty budowy, oraz wyhamowanie dotychczasowego wzrostu cen nieruchomości. Ograniczenie podaży miało również na celu utrzymanie wysokich marż deweloperów. Do spowolnienia budów przyczyniła się również spadająca dostępność łatwych do zagospodarowania

Oprócz tendencji w zakresie cen mieszkań, ważną kwestią dotyczącą rynku nieruchomości jest kształtowanie się liczby oddanych mieszkań w kolejnych kwartałach. Przykładowo, jest ona ważna z punktu widzenia perspektyw popytu gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku (por. MAKROmapa z 1.09.2025). Im większa jest podaż mieszkań, tym

Do początku 2023 r. roczna dynamika wydanych pozwoleń na budowę (opóźniona o 24 miesiące) wykazywała silną dodatnią korelację z bieżącym tempem wzrostu oddanych mieszkań. W naszej analizie skorzystaliśmy ze średnich 9-miesięcznych, aby wyeliminować szum w danych. Niemniej jednak w 2023 r. korelacja ta uległa znaczącemu osłabieniu. Korzystając

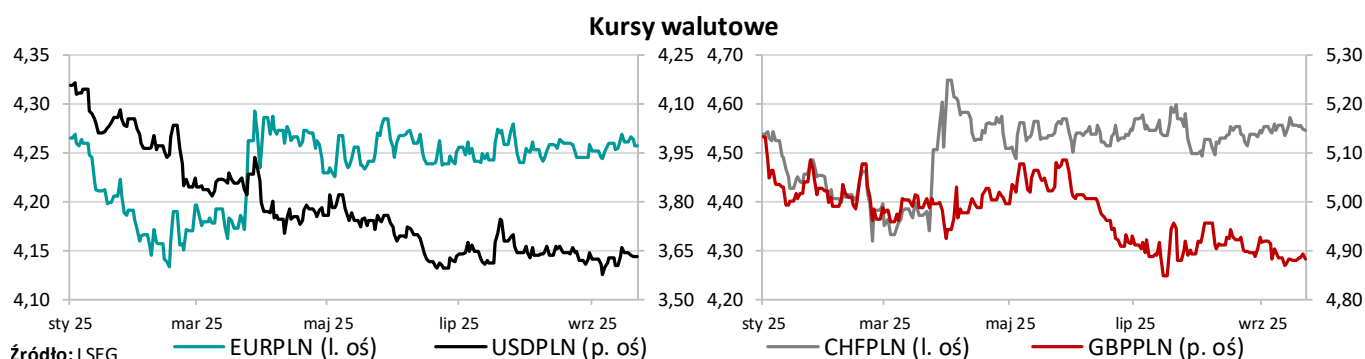
gruntów w dużych miastach, skutkująca koniecznością inwestowania w mniej dogodnych dla deweloperów lokalizacjach. W rezultacie liczba oddanych mieszkań zmniejszyła się o 4,0% r/r w 2023 r., 8,0% w 2024 r. i 2,8% w I poł. 2025 r.



W celu zaprognozowania podaży nowych mieszkań na rynku wykorzystaliśmy model ekonometryczny zaprezentowany w MAKROmapie z 23.09.2024, który tłumaczy roczną dynamikę liczby oddanych mieszkań (wygładzonej 9-miesięczną średnią kroczącą). Kluczową zmienną w modelu jest dynamika rozpoczętych budów opóźniona o 24 miesiące,

reprezentująca w modelu podstawową zależność czasową pomiędzy rozpoczęciem i zakończeniem budowy, która historycznie była główną determinantą liczby oddanych mieszkań. Uważamy, że ta zależność może przejściowo ulegać skróceniu lub wydłużeniu ze względu na oddziaływanie innych czynników, które uwzględniamy w modelu z użyciem pozostałych dwóch zmiennych objaśniających. Jednym z nich jest dynamika cen produkcji budowlano-montażowej w zakresie budowy budynków, opóźniona o 12 miesięcy, której wzrost w latach 2022-2023 spowalniał realizację projektów i był skorelowany z oczekiwanym poziomem stóp procentowych, co wpływało na czas budowy. Trzecim czynnikiem jest tempo wzrostu PKB opóźnione o 4 kwartały, które odzwierciedla ogólną sytuację gospodarczą w Polsce w trakcie realizacji inwestycji, wpływając na decyzje deweloperów i aktywność w sektorze budowlanym. Na podstawie wyników modelowania ekonometrycznego oczekujemy wzrostu liczby oddanych mieszkań w br. o 0,8% w porównaniu do 2024 r. i o kolejne 5,2% r/r w 2026 r. Ograniczona podaż nowych mieszkań będzie czynnikiem sprzyjającym zarysowanemu wyżej wzrostom cen nieruchomości.

Decyzja RPP w centrum uwagi



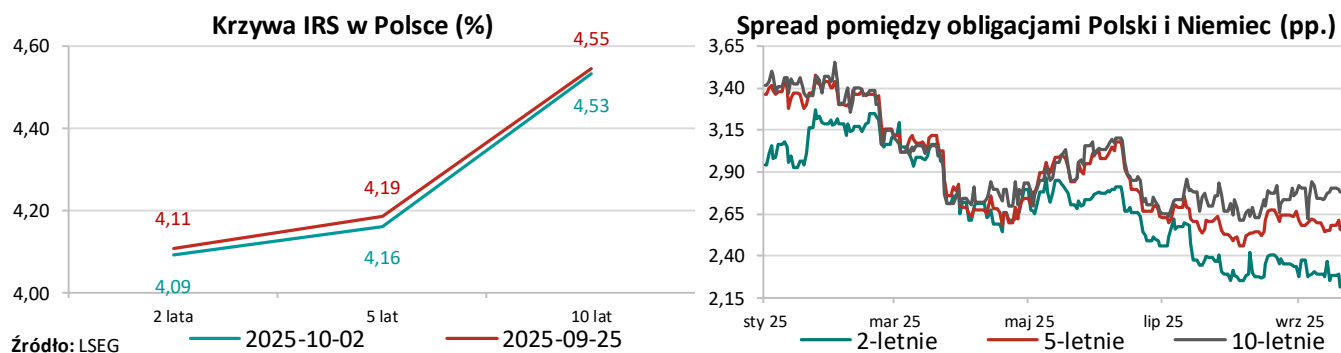
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2571 (umocnienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. W naszej ocenie była to korekta po jego wzroście obserwowanym w II poł. września. Z kolei kurs EURUSD był relatywnie stabilny w ubiegłym tygodniu, mimo impasu w sprawie amerykańskiego budżetu, który doprowadził do tzw. *government shutdown* (czasowego zawieszenia funkcjonowania części urzędów federalnych).

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będą decyzja RPP w sprawie stóp procentowych oraz zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. Uważamy, że będą one sprzyjać podwyższonej

zmienności kursu polskiej waluty. Źródłem wyższej zmienności na rynku walutowym może być również zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC.



Publikacja *Minutes* FOMC może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,09 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,16 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 4,53 (spadek o 4pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się bardzo niską na tle ostatnich tygodni zmiennością. Była ona obserwowana mimo istotnego wzrostu niepewności wśród części inwestorów dotyczącej perspektyw polskiego długu po publikacji przez Ministerstwo Finansów strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych. Zakłada ona wzrost długu publicznego do 75,3% w 2029 r., co jest znaczącą rewizją w górę w porównaniu do zeszłorocznej strategii.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą posiedzenie RPP, a także zwyczajowa konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego. Uważamy, że będą one oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Wyższej zmienności stawek IRS może sprzyjać również publikacja *Minutes* FOMC.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,75
Kurs EURPLN*	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,26
Kurs USDPLN*	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,63
Kurs CHFPLN*	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,56
Inflacja CPI (r/r, %)	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	6,0	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-6,9	-2,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	4,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	
Saldo ROB (mln EUR)	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1838	651	-1335	-34		
Eksport (r/r, %, EUR)	1,5	2,6	-2,6	0,4	1,9	0,4	3,1	-1,9	4,2	1,9	2,7	2,6		
Import (r/r, %, EUR)	5,6	6,2	-0,8	3,4	9,8	3,4	10,0	5,5	5,2	-0,2	3,0	-3,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,8	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	4,4	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,6	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	-1,0	5,5	7,5	8,6	10,9	7,2	6,5	-2,2	4,9	8,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,1	1,5	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	1,9	5,4
Import (ceny stałe, %, r/r)	3,5	2,6	2,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,2	2,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,8	1,6	1,7	2,0	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,2	0,9	1,7	1,1	1,6	1,1	-0,4	0,8	1,3
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-0,4	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,4	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,4	5,2
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,2	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,2	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,9	2,7	3,0	3,0	3,0	3,6	3,7	2,9
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	4,60	4,35	4,10	4,10	4,11	5,84	4,60	4,11
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	5,75	4,50	4,00
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 06.10.2025 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	-9,2		-8,5
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Sierpień	-0,5		0,1
Wtorek 07.10.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	-2,9		1,4
Środa 08.10.2025 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Październik	4,75	4,75	4,63
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	1,3		-1,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	218		
Czwartek 09.10.2025 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	14,7		15,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	-0,2		-0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	1,4		
Piątek 10.10.2025 r.						
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Wrzesień			
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	55,1	54,0	54,6

* 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