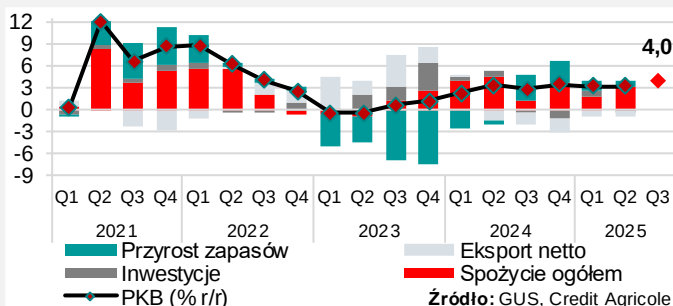


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw. Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 4,0% r/r z 3,3% w II kw. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy pomiędzy II i III kw.

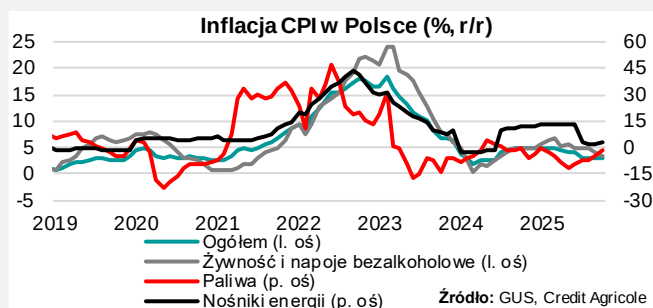


było ożywienie inwestycji. Ponadto, uważamy, że dynamika konsumpcji utrzymała się na relatywnie wysokim poziomie. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (3,7%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z Chin. Oczekujemy, że wskażą one na dalsze osłabienie aktywności gospodarczej. Zgodnie z naszą prognozą sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku o 2,6% r/r wobec 3,0% we wrześniu, produkcja przemysłowa o 5,4% wobec 6,5%, a spadek inwestycji w aglomeracjach miejskich pogłębił się do -0,9% r/r w październiku wobec -0,5% we wrześniu. Osłabienie aktywności wynika m.in. z wygasania efektów wcześniejszych programów wspierających konsumpcję i inwestycje, utrzymującej się ostrożności konsumentów w warunkach wolniejszego wzrostu ich dochodów oraz słabej koniunktury na rynku nieruchomości. Naszym zdaniem, pozytywny wpływ polityki fiskalnej, która stała się bardziej ekspansywna w ostatnich miesiącach, będzie bardziej widoczny dopiero w kolejnych kwartałach. Uważamy, że publikacja danych z Chin będzie miała ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Zgodnie ze standardowym harmonogramem publikacji w tym tygodniu mieliśmy poznać dane z USA, w tym inflację CPI oraz sprzedaż detaliczną. Publikacje te najprawdopodobniej jednak zostaną opóźnione ze względu na trwający paraliż administracyjny. Wobec braku nowych danych makroekonomicznych rynek koncentrować się będzie na wystąpieniach przedstawicieli Fed, głównie w drugiej połowie tygodnia, oraz na sygnałach dotyczących potencjalnego zakończenia *government shutdown*.

W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 2,8% r/r w październiku wobec 2,9% we wrześniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” oraz niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się do 2,9% r/r w październiku z 3,2% we wrześniu. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W październiku 2025 roku inflacja ogółem wyniosła 2,8% r/r, co jest niższe niż prognoza 3,7%. Inflacja bazowa wyniosła 2,9% r/r, co jest niższe niż prognoza 3,2%. Inflacja w sektorze usług wyniosła 2,8% r/r, co jest niższe niż prognoza 3,7%.

W piątek poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego. Prognozujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 2190 mln EUR we wrześniu z 3087 mln EUR w sierpniu, głównie ze względu na wzrost salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się do 4,7% r/r we wrześniu wobec -1,4% w sierpniu, a dynamika importu do 8,8% wobec -1,2%, co w znacznym stopniu wynikało z korzystnej różnicy w liczbie dni

roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zwiększyła się we wrześniu o 1,3% m/m wobec spadku 3,7% w sierpniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+2,9%). Wzrost produkcji przemysłowej wynikał z wyższej produkcji w przetwórstwie

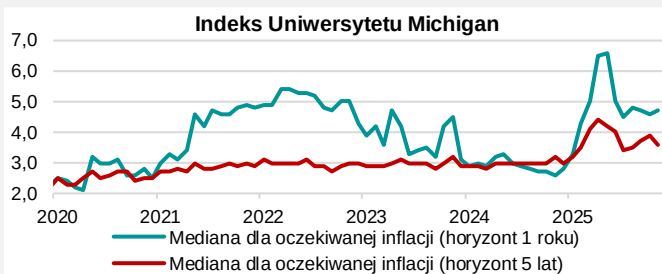
oraz energetyce, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w budownictwie. Głównym źródłem wzrostu produkcji w przetwórstwie było jej silne zwiększenie w kategorii „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (+14,7% m/m), co wynikało z efektów niskiej bazy sprzed miesiąca związanych z przerwami wakacyjnymi w fabrykach oraz przebrojeniem linii produkcyjnych (por. MAKROmapa z 13.10.2025). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika wzrosła do 1,1% m/m we wrześniu wobec -0,4% w sierpniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (1,0%). Było to efektem wyższej dynamiki zamówień zagranicznych, podczas gdy dynamika zamówień krajowych obniżyła się. Warto odnotować, że w kierunku zwiększenia zamówień zagranicznych oddziaływały zarówno wyższe zamówienia ze strefy euro, jak i spoza obszaru wspólnej waluty. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się we wrześniu do 15,3 mld EUR wobec 16,9 mld EUR w sierpniu (17,2 mld EUR przed rewizją), kształtując się istotnie poniżej oczekiwań rynku (16,9 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zwiększenie dynamiki eksportu (1,4% m/m we wrześniu wobec -0,8% w sierpniu) oraz dynamiki importu (3,1% wobec -1,4%), które w ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,5% i 0,5%). W danych na szczególną uwagę zasługuje rosnący import z Chin, co jest spójne z naszą oceną, zgodnie z którą Chiny dokonują reorientacji geograficznej swojego eksportu w warunkach pogorszenia relacji handlowych z USA (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z niemieckiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększy się IV kw. do 0,1% wobec 0,0% w III kw. Prognozujemy, że w całym 2025 r. PKB w Niemczech zwiększy się do 0,1% wobec spadku o 0,5% w 2024 r.



W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wyniki badań koniunktury w USA. Indeks ISM zmniejszył się w październiku do 48,7 pkt. wobec 49,1 pkt. we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (nowych zamówień, zatrudnienia, czasu dostawy), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych bieżącej produkcji i zapasów. W danych zasługuje słabnące tempo wzrostu cen dóbr pośrednich, przy czym nadal utrzymuje się ono na wysokim na tle historycznym poziomie. Tempo to wyraźnie przyspieszyło w II kw. br. wraz z zaostrzeniem polityki handlowej przez USA. Dane mogą zatem wskazywać, że proinflacyjny wpływ ceł na presję kosztową w amerykańskim przemyśle stopniowo słabnie. Z kolei indeks ISM dla usług zwiększył się w październiku do 52,4 pkt. wobec 50,0 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,7 pkt.). Jego wzrost wynikał ze zwiększenia 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej aktywności oraz zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla czasu dostaw. Z kolei w usługach presja kosztowa nadal rośnie – indeks dla cen

dóbr pośrednich ukształtował się w październiku na najwyższym poziomie od października 2022 r. W ubiegłym tygodniu ukazał się raport ADP, zgodnie z którym zatrudnienie w sektorze prywatnym w USA zwiększyło się w październiku o 42,0 tys. wobec spadku o 29,0 tys. we wrześniu (rewizja w górę z -32,0 tys.). W warunkach braku publikacji danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA ze względu na *government shutdown*, jest to główne źródło informacji nt. sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Napływające szcątkowe informacje z amerykańskiego rynku pracy wskazujące na zachodzące na nim procesy restrukturyzacyjne, w tym te związane z wdrażaniem rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji, stanowią ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego, że Fed w październiku br. zakończył już cykl obniżek stóp procentowych. Czynnikiem łagodzącym to ryzyko jest jednak to, że ogłoszone w ostatnim czasie deklaracje części firm dotyczące planowanych zwolnień jak dotąd w wielu przypadkach nie znalazły odzwierciedlenia w rzeczywistej redukcji zatrudnienia. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w listopadzie do 50,3 pkt. wobec 53,6 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (53,2 pkt.).

Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań, przy czym to obniżenie składowej dla oceny bieżącej sytuacji miało decydujący wpływ. Pogorszenie nastrojów w dużym stopniu wynikało z



Źródło: Datastream, Credit Agricole

utrzymującego się *government shutdown*. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w listopadzie do 4,7% wobec 4,6% w październiku (w okresie styczeń-październik średnia wartość tej mediany wyniosła 4,9%, a w całym 2024 r. 2,9%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w IV kw. do 1,5% wobec 1,1% w III kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w październiku do 48,8 pkt. wobec 48,0 pkt. we wrześniu, a tym samym ukształtował się on nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (48,6 pkt.) zgodnych z naszą prognozą. Wzrost indeksu w październiku wynikał ze zwiększenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, czasu dostaw oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Mimo odnotowanego w październiku wzrostu, indeks PMI od 6 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej zwiększenie od spadku aktywności (por. MAKROmapa z 03.11.2025). Zgodnie z komunikatem, niektóre firmy zgłaszały wzrost liczby zapytań ze strony klientów i oczekiwania na poprawę sprzedaży w najbliższym czasie, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście składowej dla nowych zamówień ogółem (w tym zamówień eksportowych). Wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie zwiększyła się w październiku względem średniego poziomu odnotowanego w III kw. (48,8 pkt. wobec 46,8 pkt.). Nie zmienia to naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Polsce wyniesie 3,8% r/r w IV kw. wobec 4,0% w III kw., a w całym 2025 r. zwiększy się do 3,6% wobec 2,9% w 2024 r.

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25pb (stopa referencyjna NBP wynosi 4,25%). Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi i naszą prognozą. Argumentując swoją decyzję Rada zwróciła uwagę na obniżenie inflacji i poprawę jej perspektyw w kolejnych kwartałach. Jednocześnie wskazała na trzy główne czynniki ryzyka dla niskiej inflacji, którymi są „kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu w gospodarce oraz podwyższona dynamika płac”. Naszym zdaniem, podobnie jak w październiku br., wydźwięk komunikatu po listopadowym posiedzeniu Rady nie jest jednoznaczny, a

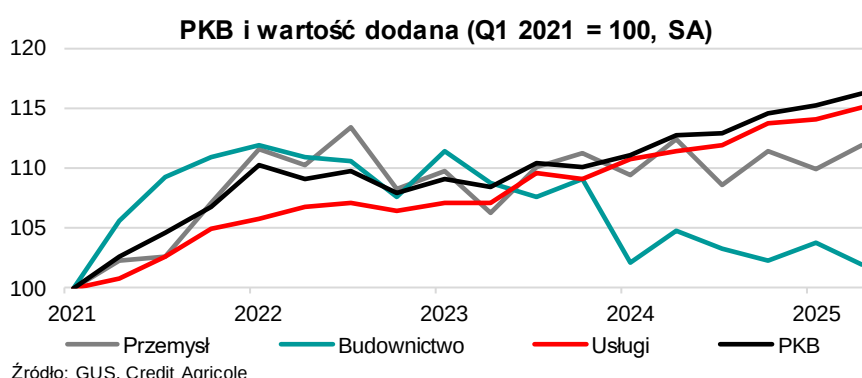
nastawienie RPP w polityce pieniężnej pozostaje nieczytelne. W ubiegłym tygodniu opublikowano również wyniki listopadowej projekcji inflacji. Oczekiwana w projekcji inflacja w latach 2026-2027 nie zmieniła się istotnie w porównaniu z projekcją lipcową mimo prawdopodobnego obniżenia prognozowanych cen paliw związanego z odnotowanym w ostatnich miesiącach spadkiem cen ropy naftowej. Nieznacznie podniesiona została prognoza PKB w 2026 r. (por. MAKROpuls z 05.11.2025). Naszym zdaniem przestrzeń do obniżek stóp procentowych w najbliższych kwartałach pozostaje ograniczona, na co wskazuje oczekiwana w listopadowej projekcji stabilizacja inflacji w latach 2026-2027 na poziomie zbliżonym do celu RPP. Podtrzymujemy zatem nasz scenariusz, zgodnie z którym docelowy poziom stopy referencyjnej NBP, spójny z równowagą makroekonomiczną, wynosi 4,00%. W konsekwencji, kolejnej i ostatniej w cyklu obniżki stóp procentowych o 25 pb oczekujemy w I kw. 2026 r. Dodatkowym wsparciem dla naszego scenariusza są wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego na ubiegłotygodniowej konferencji prasowej, który dał do zrozumienia, że stopy procentowe są już blisko stanu idealnego, a kolejne decyzje w sprawie ich wysokości mają charakter ich lekkiej kalibracji. Jego zdaniem obecny poziom stóp procentowych jest dobrze dopasowany do obecnej sytuacji. Wyraził również osobisty pogląd, zgodnie z którym docelowa stopa na poziomie 4,00% byłaby odpowiednia dla polskiej gospodarki.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego zmniejszyło się w październiku do 90,1 mld USD wobec 90,5 mld USD we wrześniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (95,5 mld USD). Spadek odnotowała zarówno dynamika importu (1,0% r/r w październiku wobec 7,4% we wrześniu) oraz eksportu (-1,1% wobec 8,3%). Do istotnego obniżenia dynamiki obrotów w handlu zagranicznym przyczyniły się efekty wysokiej bazy sprzed roku związane ze zwiększonym wzajemnym handlem pomiędzy Chinami a USA w oczekiwaniu na zwycięstwo D. Trumpa w wyborach prezydenckich i wzrost napięć w handlu zagranicznym pomiędzy tymi krajami. Dane sugerują jednak, że choć Chiny podejmują działania na rzecz reorientacji swojego eksportu, to mają one problem w skompensowaniu niższej sprzedaży do USA. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się o 4,8% wobec 5,0% w 2024 r.

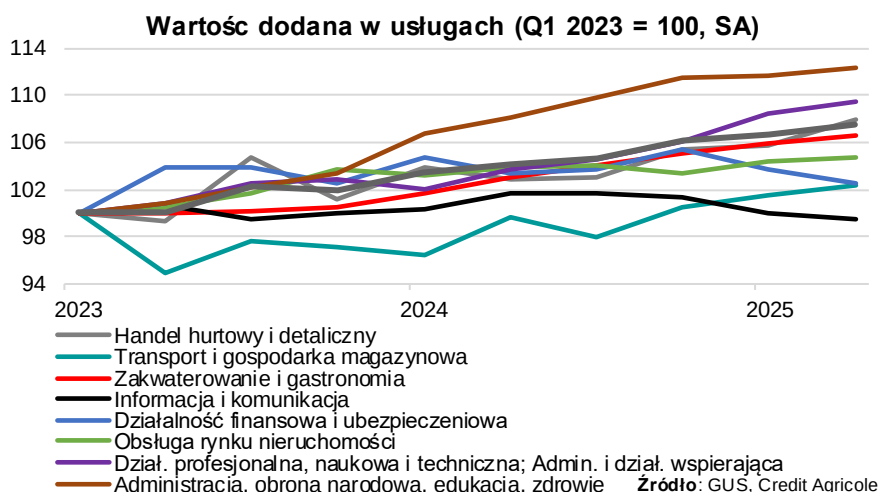
Agencja Standard & Poor's utrzymała długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Agencja prognozuje, że w 2026 r. deficyt zmniejszy się tylko nieznacznie – do ok. 6,5% PKB wobec 6,9% w br. W raporcie wskazano, że utrzymujący się wysoki deficyt sektora instytucji rządowych samorządowych (wynikający m.in. z wydatków obronnych na poziomie 4-5% PKB oraz rosnących wydatków socjalnych) będą prowadzić do stopniowego wzrostu długu sektora finansów publicznych w relacji do PKB z 59,8% w 2025 r. do 72,3% w 2028 r. Zgodnie z analizą S&P, pomimo utrzymującego się deficytu powyżej 3% PKB w całym horyzoncie projekcji, poziom wydatków publicznych pozostaje zgodny z nowymi regułami fiskalnymi UE opartymi na limicie wydatków netto. Jednocześnie S&P podkreśla, że Polska pozostaje najszybciej rosnącą gospodarką pod względem wzrostu PKB per capita w gronie rozwiniętych państw objętych oceną ratingową agencji. W ocenie S&P nie jest to wzrost napędzany procykliczną ekspansją fiskalną ani narastaniem nierównowag makroekonomicznych, lecz wynika z trwałej odporności popytu krajowego, wysokiej absorpcji środków unijnych, a także zwiększających się inwestycji publicznych finansowanych m.in. z KPO. Agencja ocenia również, że pomimo wzrostu wydatków obronnych, polska gospodarka pozostaje odporna na prowokacje o charakterze hybrydowym ze strony Rosji, takie jak pojedyncze naruszenia przestrzeni powietrznej przez drony, a ryzyko eskalacji wojny rosyjsko-ukraińskiej na terytorium NATO, w tym Polski, nie stanowi scenariusza bazowego. W raporcie zaznaczono również, że zdolność Polski do finansowania wysokich potrzeb pożyczkowych pozostaje solidna, m.in. dzięki płynnemu krajowemu systemowi finansowemu, zwiększonemu popytowi na dług ze strony funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych, a także znacznym buforom płynnościowym rządu. PKB. Rząd planuje także korzystanie z finansowania na rynkach zagranicznych oraz

zwiększenie emisji detalicznych obligacji skarbowych, uzupełnianych przez preferencyjne linie finansowania z programów unijnych, w tym SAFE. W ocenie S&P, podwyżka ratingu byłaby możliwa, gdyby deficyt uległ trwałemu obniżeniu, a polityka fiskalna została ustabilizowana, natomiast obniżka ratingu mogłaby nastąpić w przypadku szybszego od oczekiwań narastania zadłużenia lub osłabienia perspektyw wzrostu w wyniku zewnętrznych szoków. Biorąc pod uwagę, że rynek w dużej mierze wyceniał scenariusz, w którym S&P zmieni perspektywę ratingu Polski na negatywną w tym tygodniu, utrzymanie niezmiennego ratingu Polski i jego perspektywy będzie lekko pozytywne dla kursu złotego i cen Polskich obligacji w tym tygodniu.

Aktywność w usługach wspiera wzrost PKB



ostatnich kilku lat. W przeciwieństwie do stagnacji w przemyśle i spadku aktywności w budownictwie, wartość dodana w usługach monotonicznie rosła. Tendencja ta uległa nasileniu począwszy od 2023 r.

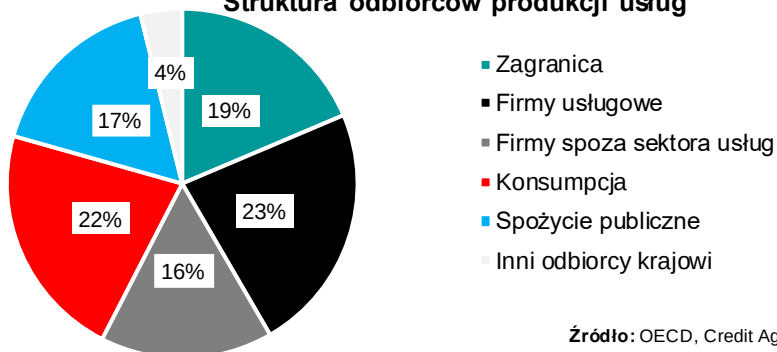


publiczna i obrona narodowa; Obowiązkowe zabezpieczenia społeczne; Edukacja; Opieka zdrowotna i pomoc społeczna”, który pomiędzy I kw. 2023 r. i II kw. 2025 r. wyniósł 12,3% (wobec 7,5% dla usług ogółem). Z kolei negatywnie na tle innych branż wyróżnia się kategoria „Informacja i komunikacja”, w której obniżona aktywność powiązana jest głównie z wygaśnięciem boomu na usługi informatyczne odnotowanego po pandemii COVID-19. Warto zwrócić uwagę, że ze względu na obniżki stóp procentowych przez RPP wartość dodana zmniejszyła się również w kategorii „działalność finansowa i ubezpieczeniowa” w I poł. br. Poniżej analizujemy jakie czynniki odpowiadały za silny wzrost wartości dodanej w usługach ogółem w latach 2023-2025.

Zgodnie z naszymi szacunkami roczna dynamika wartości dodanej w usługach zwiększyła się do 3,8% r/r w II kw. wobec 2,6% w II kw., co było głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia wzrostu PKB. Warto zwrócić uwagę, że sektor usług odgrywał ważną rolę w tworzeniu wartości dodanej i PKB nie tylko w II kw. br., ale również w ciągu

Zmiany wartości dodanej w usługach można przedstawić również w bardziej szczegółowym ujęciu – w postaci aktywności poszczególnych branż. Warto zwrócić uwagę, że aktywność w większości tych podkategorii kształtowała się w ostatnich dwóch latach w podobny sposób (por. wykres). Pozytywnie na tle innych branż wyróżnia się wzrost wartości dodanej w kategorii usług powiązanych głównie z sektorem publicznym „Administracja

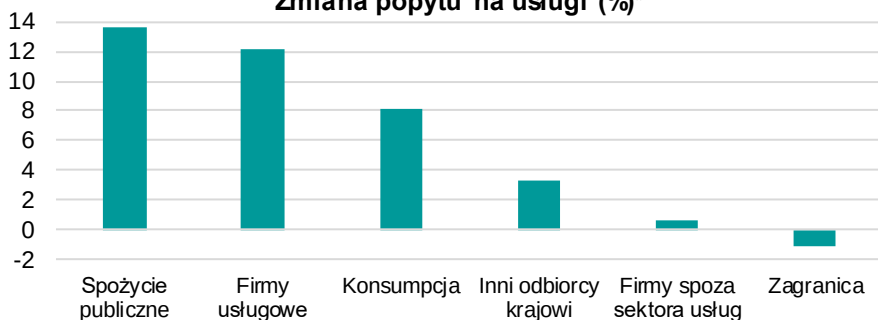
Struktura odbiorców produkcji usług



Źródło: OECD, Credit Agricole

transakcji pomiędzy podmiotami. Dane te są jednak publikowane z dużym opóźnieniem – najnowsza edycja dotyczy lat 2016-2022. Zgodnie z danymi OECD, 22% produkcji usług jest konsumowanych przez polskie gospodarstwa domowe (np. kultura i rekreacja, restauracje i hotele), a 17% przez sektor publiczny (np. edukacja, ochrona zdrowia, administracja publiczna), a 19% trafia na eksport (np. transport zagraniczny, usługi IT). Oprócz tego 16% wartości wyprodukowanych w Polsce usług zostaje zakupione przez firmy spoza sektora usług (np. usługi transportowe, handel, administracja) oraz 23% przez inne firmy usługowe (np. usługi księgowe). Oprócz tego, 4% produkcji usług trafia do innych finalnych krajowych odbiorców (przede wszystkim transakcje te są ujęte jako inwestycje)

Zmiana popytu na usługi (%)*



Źródło: OECD, Credit Agricole

* pomiędzy I kw. 2023 r. i II kw. 2025 r.

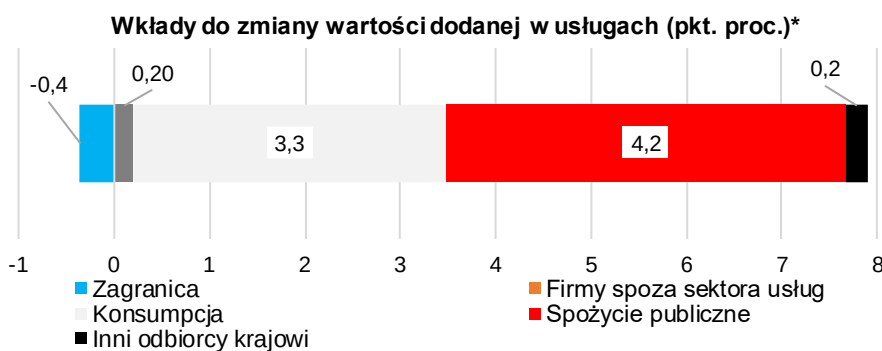
rachunkach narodowych (tj. składowe PKB) dotyczących eksportu usług oraz spożycia prywatnego i publicznego. Z kolei popyt na usługi ze strony przedsiębiorstw krajowych (usługowych i innych przybliżyliśmy wielkością kosztów na „usługi obce” z bazy PONT Info w firmach zatrudniających co najmniej 10 pracowników. Zmiany tych kosztów w czasie wyraziliśmy w cenach stałych z użyciem deflatora PKB. Można zaobserwować, że w największy wzrost popytu na usługi w okresie I kw. 2023 r. – II kw. 2025 r. odnotowano głównie ze sektora publicznego (o 13,6%, gospodarstw domowych (o 8,2%) i przedsiębiorstw usługowych (12,2%). Jednocześnie popyt ze strony pozostałych odbiorców (zagranicy, krajowych przedsiębiorstw nie usługowych i pozostałych finalnych odbiorców krajowych) nie uległ znaczącym zmianom w tym okresie.

Uwzględniając powyższe informacje dotyczącej struktury popytu na usługi i jego zmian możemy wyznaczyć wpływ poszczególnych odbiorców na wzrost wartości dodanej w usługach w ostatnich dwóch latach. W dalszych obliczeniach pomijamy zakupy usług dokonywane przez inne firmy usługowe. Takie transakcje nie tworzą bowiem nowej wartości dodanej – są jedynie tzw. „zużyciem pośrednim” w procesie produkcji. Innymi słowy, gdy jedna firma usługowa kupuje usługę od innej, to wartość tej transakcji jest już uwzględniona w produkcji sprzedanej finalnym odbiorcom (np. gospodarstwom domowym, firmom spoza sektora usług czy sektorowi publicznemu). Dlatego, aby uniknąć podwójnego liczenia, wyłączamy je z analizy wpływu poszczególnych grup odbiorców na wzrost wartości dodanej w usługach. Przypomnijmy, że wartość dodana w usługach zwiększyła się o 7,5% pomiędzy I kw. 2023 r. i II kw. 2025 r. Wykorzystując

Precyzyjne informacje dotyczące struktury odbiorców produkcji usług po kwartałach nie są dostępne. Pewnym przybliżeniem w tym zakresie jest tablica przepływów międzygałęziowych (tzw. analiza *input-output*) opracowana przez OECD. Obejmuje ona wartości transakcji pomiędzy 50 branżami gospodarek w ramach 81 krajów, co pozwala na bardzo szczegółową analizę

Biorąc pod uwagę, że tablice międzygałęziowe pokazują tylko stan gospodarki w konkretnym momencie, a nie zmiany transakcji w czasie, konieczne jest znalezienie wskaźników makroekonomicznych, które posłużą za przybliżenie popytu na usługi ze strony wymienionych wyżej odbiorców. W tym celu skorzystaliśmy z danych o

powyższe dane szacujemy, że w największym stopniu na ten wzrost wpłynęło zwiększenie popytu ze strony sektora publicznego (o 4,2 pkt. proc., co w dużej mierze było związane z podwyżkami w sferze budżetowej) i gospodarstw domowych (o 3,3 pkt. proc.). Pozostali odbiorcy mieli ograniczony wpływ na zmiany wartości dodanej usług. Warto zwrócić uwagę, że niższy eksport usług nawet ją obniżył (o ok. 0,4 pkt. proc.) w ciągu ostatnich dwóch lat. Ponadto, znaczenie popytu ze strony sektora publicznego było największe na przełomie lat 2023-2024., a w ostatnich kwartałach osłabiło się.

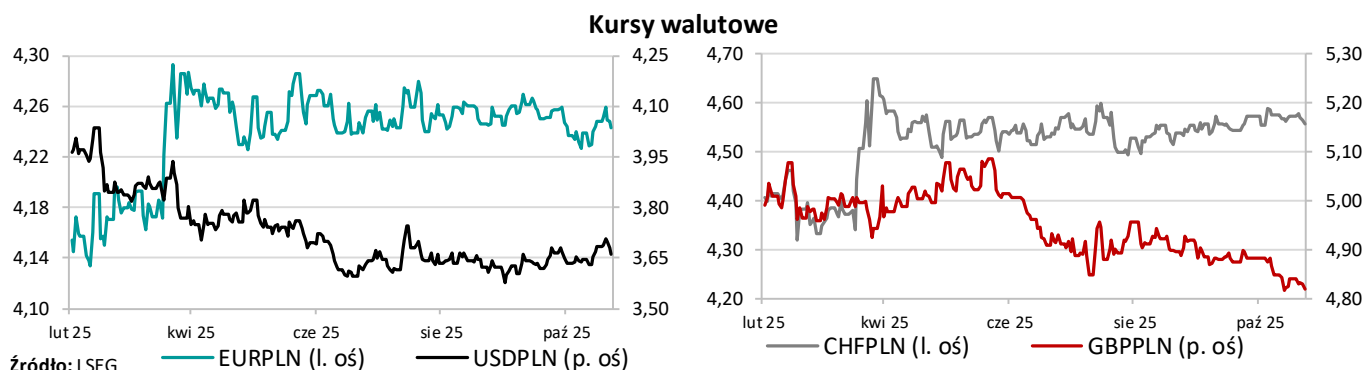


* pomiędzy I kw. 2023 r. i III kw. 2025 r.

Prognozujemy, że w III kw. tempo wzrostu PKB przyspieszyło do 4,0% r/r z 3,3%, za co w największym stopniu od strony tworzenia wartości dodanej odpowiadały usługi. Od strony popytowej ożywienie wzrostu PKB i wartości dodanej usług jest spójne z prognozowaną przez nas wciąż wysoką dynamiką konsumpcji (4,0% w III kw. wobec 4,5% w II kw.). W

kolejnych kwartałach, wraz ze spodziewanym przez nas spowolnieniem konsumpcji i ożywieniem wzrostu inwestycji (wyższa absorpcja środków unijnych) rola usług jako czynnika wzrostu PKB nieznacznie osłabi się na rzecz budownictwa i przetwórstwa przemysłowego.

Wstępne dane o polskim PKB mogą umocnić złotego

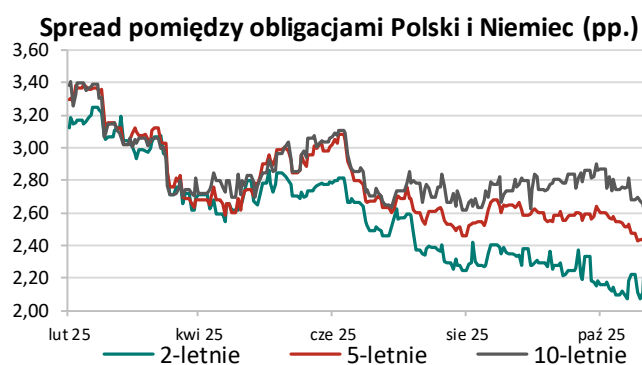
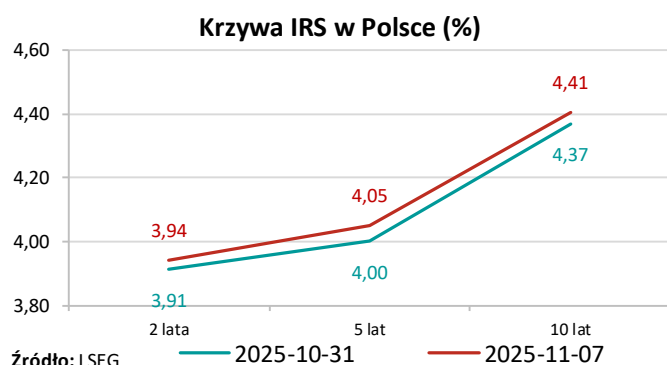


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2425 (umocnienie złotego o 0,1%). Na początku tygodnia złoty nieznacznie się osłabił względem euro, co było kontynuacją tendencji zapoczątkowanych dwa tygodnie temu. W środę doszło jednak do odwrócenia trendu spadkowego i stopniowego spadku kursu EURPLN, w ślad za wzrostem kursu EURUSD. Decyzja RPP, jak również wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego na zwyczajowej konferencji prasowej nie miały istotnego wpływu na rynek. W piątek wzrost kursu EURUSD przyspieszył w reakcji na publikację niższego od oczekiwań wstępnego indeksu Uniwersytetu Michigan.

Ubiegłotygodniowa decyzja agencji S&P jest naszym zdaniem lekko pozytywna dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana czwartek publikacja wstępnych danych o PKB w Polsce. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu prognozy, dane o PKB mogą sprzyjać umocnieniu kursu polskiej waluty. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą neutralne dla kursu złotego.



Publikacja krajowych danych o PKB w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,94 (wzrost o 3pb), 5-letnie do 4,05 (wzrost o 5pb), a 10-letnie do 4,41 (wzrost o 4pb). W pierwszej części tygodnia doszło do spadku stawek IRS w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Część inwestorów oczekiwała zmiany retoryki RPP na bardziej gołębią. W czwartek i w piątek doszło do korekty i wzrostu stawek IRS, co można łączyć ze spadkiem oczekiwań rynku na dalsze istotne łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce (patrz powyżej).

Ubiegłotygodniowa decyzja agencji S&P jest naszym zdaniem lekko pozytywna cen polskich obligacji. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja wstępnych krajowych danych o PKB. Uważamy, że może ona sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	lis 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25
Kurs EURPLN*	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,25
Kurs USDPLN*	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,66
Kurs CHFPLN*	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,52
Inflacja CPI (r/r, %)	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	2,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,4	1,8	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,2	1,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,2	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	7,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	
Saldo ROB (mln EUR)	918	-281	-1427	-35	115	-1136	-424	-1004	-194	-1168	-3087	-2190		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,9	-2,3	0,7	2,7	1,2	3,9	-1,2	4,9	2,7	3,0	-1,4	4,7		
Import (r/r, %, EUR)	6,5	-0,4	3,9	10,4	4,0	10,5	6,3	6,1	0,6	2,6	-1,2	8,8		

* 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	3,3	4,0	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	2,9	3,6	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	5,5	7,4	8,6	10,9	7,2	6,5	-0,9	5,0	7,9
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	2,3	5,4
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	2,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,5	3,3	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	2,1	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	0,9	1,7	1,1	1,7	1,2	-0,2	0,8	1,3
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-1,2	-0,4	-0,1
	Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-1,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	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	2,6	2,3	2,8	2,9	3,5	3,6	3,7	2,9
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	4,35	4,10	4,10	4,10	4,11	5,84	4,35	4,11
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	5,75	4,25	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 10.11.2025 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Listopad	-5,4		-4,0
Wtorek 11.11.2025 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	39,3		40,5
Czwartek 13.11.2025 r.						
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	3,3	4,0	3,7
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-1,2		0,8
Piątek 14.11.2025 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	3,0	2,6	2,8
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	-0,5	-0,9	-0,8
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	6,5	5,4	5,5
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	2,9	2,8	2,8
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	1,3	1,3	1,3
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-3087	-2190	-1422
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	-0,2		-0,2
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	1,4		0,4

* 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