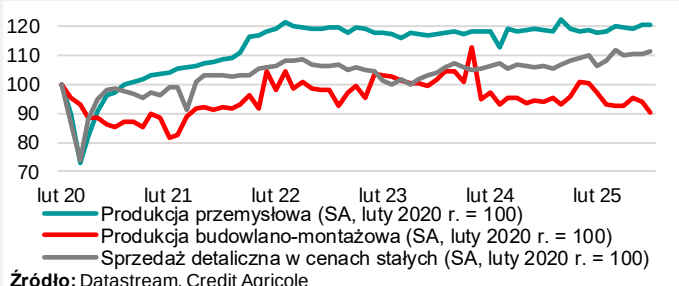


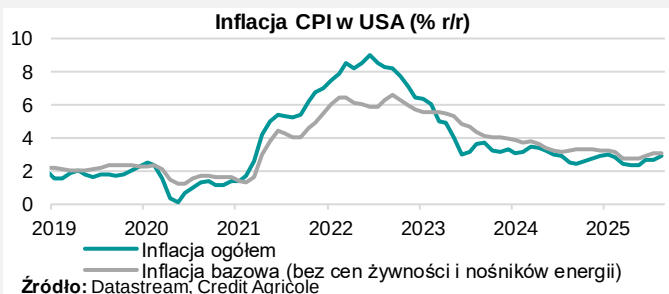
W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja danych o produkcji przemysłowej.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 6,0% r/r wobec 0,7% w sierpniu z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych. Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (5,0%), stąd jej materializacja może być lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
- Ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zwiększyła się do 4,9% r/r we wrześniu wobec 3,1% w sierpniu. Wzrost dynamiki sprzedaży wynikał głównie z oddziaływania korzystnych efektów kalendarzowych. Uważamy, że czynnikiem sprzyjającym zwiększeniu dynamiki sprzedaży detalicznej we wrześniu był również efekt niskiej bazy sprzed roku związany z powodzią (spadek odsezonowanej sprzedaży detalicznej o 0,8% m/m we wrześniu 2025 r.). Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (6,8%), a tym samym jej materializacja może być lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszy się do 51,0 pkt. w październiku wobec 51,2 pkt. we wrześniu. Oznaczałoby to, że indeks PMI, mimo odnotowanego w październiku spadku, pozostanie już dziewiąty miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zgodnie z konsensusem pogorszenie koniunktury zostanie odnotowane w przetwórstwie przemysłowym przy jednoczesnej stabilizacji nastrojów w sektorze usług. Rynek oczekuje również lekkiego spadku w przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (49,0 pkt. w październiku wobec 49,5 pkt. we wrześniu). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.
- Dzisiaj poznamy również wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że roczna dynamika zatrudnienia nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła -0,8%. Oczekujemy ponadto, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się do 7,3% r/r we wrześniu wobec 7,1% w sierpniu. Publikacja danych z rynku pracy, choć ważna dla oceny perspektyw konsumpcji, będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- We wtorek poznamy dane o krajowej produkcji budowlano-montażowej.** Oczekujemy, że wspomniane wyżej efekty statystyczne w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych przyczynią się do wzrostu jej dynamiki do -2,9% r/r we wrześniu wobec -6,9% w sierpniu, przy oczekiwaniach rynku na poziomie -2,3%. Uważamy, że dane będą neutralne dla złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu zaplanowane są publikacje ważnych danych z USA. Prognozujemy, że inflacja CPI zwiększyła się we wrześniu do 3,1% wobec 2,9% w sierpniu, przy jednoczesnym utrzymaniu się inflacji bazowej CPI na poziomie 3,1% r/r. Oczekujemy, że dane o sprzedaży nowych domów (705 tys.

we wrześniu wobec 800 tys. w sierpniu) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,10 mln wobec 4,00 mln) w dalszym ciągu będą sygnalizować obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (55,0 pkt. w październiku wobec 55,1 pkt. we wrześniu i 55,0 pkt. we wstępnym szacunku) potwierdzi stabilizację nastrojów amerykańskich konsumentów w ostatnich miesiącach. Ze względu na *government shutdown* (wstrzymanie prac części instytucji federalnych ze względu na brak uchwalenia budżetu) część wspomnianych wyżej danych może nie zostać opublikowanych. W przypadku ewentualnego zakończenia *government shutdown* w tym tygodniu mogą również zostać opublikowane niektóre zaległe dane makroekonomiczne z ostatnich tygodni. Publikacje z USA będą naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

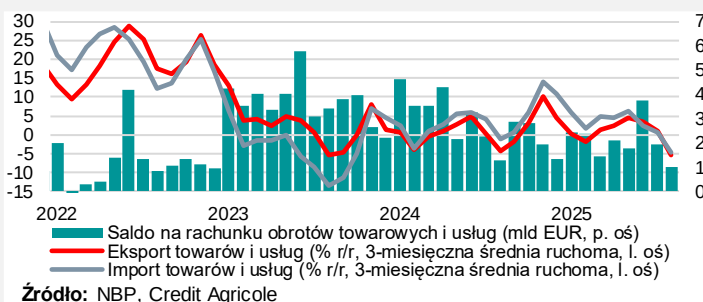
Dzisiaj rano opublikowane zostały dane z Chin. Realne tempo wzrostu PKB w Chinach w III kw. 2025 r. nieznacznie spowolniło do 4,8% r/r wobec 5,2% w II kw., kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku oraz naszą prognozą. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB zwiększyła się do 1,1% w III kw. wobec 1,0% II kw. (rewizja w dół z 1,1%). Dzisiaj opublikowano również dane miesięczne z chińskiej gospodarki. Na osłabienie popytu wewnętrznego wskazały dane o sprzedaży detalicznej (3,0% r/r we wrześniu wobec 3,4% w sierpniu) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (-0,5% wobec 0,5%). Wzrost dynamiki odnotowano natomiast w przypadku produkcji przemysłowej (6,5% wobec 5,2%), która ukształtowała się znacząco powyżej oczekiwań rynku (5,0%). Wyższa dynamika produkcji przemysłowej wskazuje, że chińskie przetwórstwo pozostaje odporne na skutki wojny handlowej na linii USA-Chiny. Jest to możliwe dzięki postępującej reorientacji geograficznej chińskiego eksportu, m.in. do Europy (por. MAKROMapa z 19.05.2025). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach spowolni w IV kw. do 4,0%, a w całym 2025 r. dynamika PKB zmniejszy się do 4,8% wobec 5,0% w 2024 r.



W zeszłym tygodniu

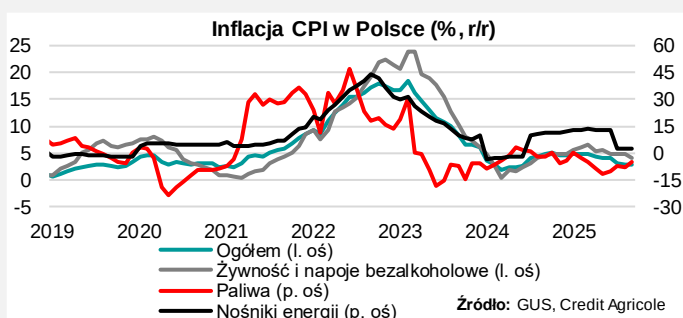
Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w sierpniu do -3087 mln EUR wobec -1168 mln EUR w lipcu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (-1097 mln EUR) i naszej prognozy (-34 mln EUR). Obniżenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało ze

zmniejszenia salda 3 z 4 jego głównych składowych: obrotów towarowych (o 1088 mln EUR), dochodów pierwotnych (o 872 mln EUR) i dochodów wtórnych (o 108 mln EUR), podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe saldo usług (o 149 mln EUR). Jednocześnie odnotowano spadek



dynamiki eksportu (-1,4% r/r w sierpniu wobec 3,0% w lipcu) oraz importu (-1,2% wobec 2,6%). W komunikacie zwrócono uwagę, że największy wpływ na zmniejszenie eksportu miał spadek sprzedaży części samochodowych, w tym przede wszystkim akumulatorów elektrycznych. Warto zauważyć, że jest to spójne z odnotowanym w sierpniu spadkiem produkcji przemysłowej w Niemczech w branży motoryzacyjnej związanej z przerwami wakacyjnymi w fabrykach oraz przebrojeniem linii produkcyjnych. W komunikacie ponownie zwrócono uwagę na zjawisko reeksportu odzieży i dóbr inwestycyjnych, co wspiera naszą ocenę, zgodnie z którą Chiny w warunkach trudności ze sprzedażą na rynek amerykański będą reorientować swój eksport, m.in. do Europy (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazują na ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którym skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się w III kw. do -0,2% wobec -0,9% w II kw.

Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce wyniosła we wrześniu br. 2,9% r/r (bez zmian w stosunku do sierpnia), co było spójne ze wstępnym szacunkiem GUS. Na stabilizację inflacji złożyła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,2% r/r we wrześniu wobec 4,9% w

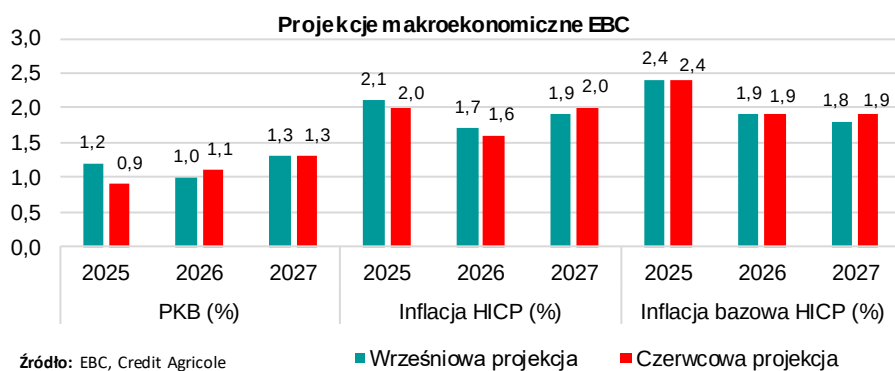


sierpniu), która skompensowała wyższą dynamikę cen w kategorii „paliwa” (-4,9% wobec -7,7%). Dynamika cen w kategorii „nośniki energii” nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,3%. Nie zmieniła się również inflacja bazowa, która zarówno we wrześniu jak i w sierpniu wyniosła 3,2% r/r. W strukturze wrześniowej inflacji na szczególną uwagę zasługuje spadek dynamiki cen usług z 6,0% r/r w sierpniu do 5,8% (najniżej od listopada 2019 r.). Tym samym, choć tempo wzrostu cen usług nadal znacząco przewyższa tempo wzrostu cen towarów (1,9% r/r we wrześniu), jego obniżenie sygnalizuje – wraz ze spadkiem inflacji bazowej – stopniowe zmniejszenie presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 15.10.2025). W najbliższych miesiącach w kierunku obniżenia rocznego wskaźnika inflacji będzie oddziaływał obserwowany obecnie znaczący spadek cen ropy naftowej, które kształtują się poniżej naszych prognoz. Naszym zdaniem, antyinflacyjny wpływ niższych cen ropy na wskaźnik inflacji zrównoważy oczekiwany przez nas proinflacyjny wpływ dalszego wzrostu cen ciepła systemowego. W kontekście inflacji i perspektyw polityki pieniężnej na uwagę zasługują ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP G. Masłowskiej i H. Wnorowskiego. G. Masłowska podkreśliła, że Rada musi zachować ostrożność w dalszych decyzjach, zgadzając się z poglądem, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych jest ograniczona. Dała jednak do zrozumienia, że kolejne obniżki stóp procentowych są jeszcze możliwe. Z kolei H. Wnorowski powiedział, że jego zdaniem pozostawienie stóp procentowych bez zmian w listopadzie jest bardziej prawdopodobne niż ich obniżenie. Nie wykluczył on jednak obniżki stóp procentowych w przyszłym miesiącu, o ile listopadowa projekcja wskaże na inflację na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego w II poł. 2026 r. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, podtrzymujemy naszą prognozę stóp procentowych NBP, zgodnie z którą ich poziom nie zmieni się do końca br. Dostrzegamy jednak rosnące prawdopodobieństwo obniżki stóp na najbliższym, listopadowym posiedzeniu, związane ze wspomnianym obniżeniem cen ropy naftowej, który zostanie uwzględniony w najnowszej projekcji NBP.



Czy EBC podniesie stopy procentowe w 2026 r.?

Na wrześniowym posiedzeniu EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,15%, a stopa depozytowa 2,00%. W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, zmiany inflacji bazowej oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Jednocześnie EBC powtórzył, że nie deklaruje on z góry określonej ścieżki stóp procentowych. Podczas konferencji prasowej, prezes EBC Ch. Lagarde podkreśliła, że decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą z posiedzenia na posiedzenie, a EBC nie zakłada z góry konkretnej ścieżki stóp procentowych. Poniżej przedstawiamy nasz średnioterminowy scenariusz dla stóp procentowych.

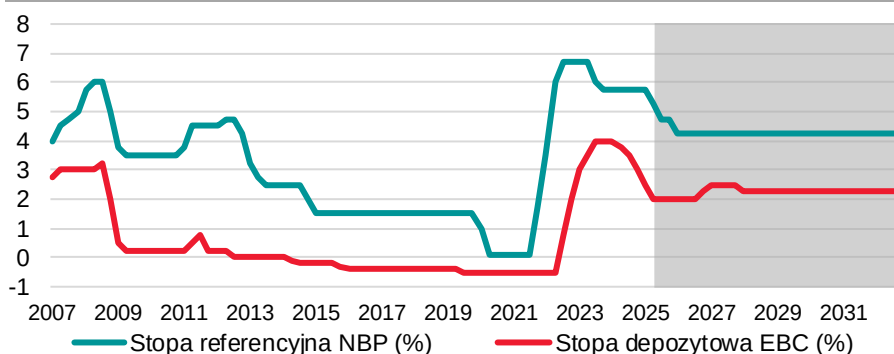


Po posiedzeniu opublikowana została również wrześniowa projekcja EBC. Ścieżka PKB uległa nieznacznemu podwyższeniu w 2025 r. i lekkiemu obniżeniu w 2026 r., podczas gdy prognoza na 2027 r. nie uległa zmianie. Nieznacznie podniesiono prognozy inflacji HICP ogółem na lata 2025-2026, podczas gdy prognoza inflacji bazowej na ten okres nie zmieniła się. Prognozy obu

wskaźników inflacji na 2027 r. zostały nieznacznie zrewidowane w dół. Treść komunikatu po posiedzeniu, wyniki wrześniowej projekcji, a także wypowiedzi szefowej EBC Ch. Lagarde stanowią wsparcie dla naszego scenariusza bazowego, który zakłada, że w czerwcu br. EBC zakończył cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Ch. Lagarde pozostawała wyraźnie zachowawcza wskazując na podejmowanie decyzji o poziomie stóp w trybie „meeting-by-meeting”. Prezes EBC podkreśliła ponadto, że „proces dezinflacji w strefie euro dobiegł końca”, co w naszej ocenie ogranicza przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w krótkim horyzoncie.

Oczekujemy, że perspektywy gospodarki strefy euro w najbliższych latach ulegną poprawie. Będzie to przede wszystkim efekt uruchomienia pakietu fiskalnego w Niemczech (por. MAKROmapa z 31.03.2025). Jednocześnie uważamy, podobnie jak EBC, że wpływ amerykańskich ceł na gospodarkę strefy euro pozostanie ograniczony. Choć tempo wzrostu PKB może w 2026 r. przewyższać potencjał gospodarki, luka popytowa wciąż pozostanie ujemna, czyli gospodarka nadal będzie wykorzystywać swoje zasoby (pracę i kapitał) nie w pełni. Jednocześnie prognozujemy, że inflacja ogółem obniży się do 2% w II połowie 2026 r. i pozostanie nieznacznie poniżej tego poziomu do końca 2027 r. W tym kontekście nie spodziewamy się, aby EBC ponownie obniżał stopy procentowe, mimo że kontrakty terminowe wyceniają obecnie jedną niepełną obniżkę stóp (ok. 10pb) w I kw. 2026 r. Naszym zdaniem poziom 2%, jak określają sami członkowie EBC, jest „właściwym miejscem” dla stopy depozytowej w średnim okresie.

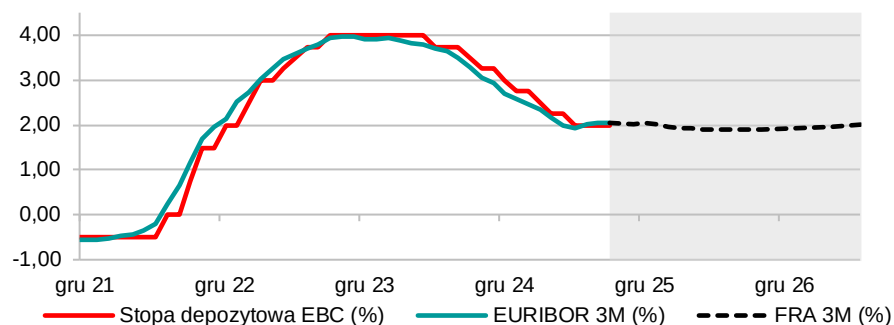
W naszej ocenie kolejnym ruchem EBC nie będzie obniżka stóp, lecz ich podwyżka. Uważamy, że gdy ożywienie gospodarcze w strefie euro nasili się (luka popytowa stanie się dodatnia), a pakiet fiskalny w Niemczech przyczyni się do nasilenia presji płacowej, bank centralny stanie przed koniecznością przeciwdziałania ryzyku przegrzania gospodarki w 2027 r. Dlatego oczekujemy, że na przełomie 2026 r. EBC rozpocznie niewielki cykl podwyżek stóp procentowych, którego pierwszym krokiem będzie wzrost stopy depozytowej o 25 pb w IV kw. 2026 r. do poziomu 2,25%.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

Uważamy, że w marcu 2027 r. stopa depozytowa zostanie ponownie podniesiona o 25pb do 2,50% i będzie kształtowała się na tym poziomie przez cały rok. Wraz z wygasaniem proinflacyjnego wpływu ożywienia gospodarczego oczekujemy, że na początku 2028 r. EBC zdecyduje się na obniżkę stóp o 25pb - do docelowego poziomu 2,25% dla stopy depozytowej.

Nasz scenariusz znajduje również uzasadnienie w szacunkach tzw. naturalnej stopy procentowej, czyli realnej stopy procentowej, przy której polityka pieniężna jest neutralna do gospodarki (wzrost gospodarczy bliski potencjału, inflacja stabilna blisko celu banku centralnego). Zgodnie z naszymi szacunkami w ujęciu realnym jest ona nieznacznie dodatnia (nie przekracza 0,5%). Uwzględniając cel inflacyjny EBC na poziomie 2% oznacza to, że nominalna stopa równowagi kształtuje się nieznacznie powyżej 2%, co jest spójne z naszą długookresową prognozą dla stopy depozytowej na poziomie 2,25%.



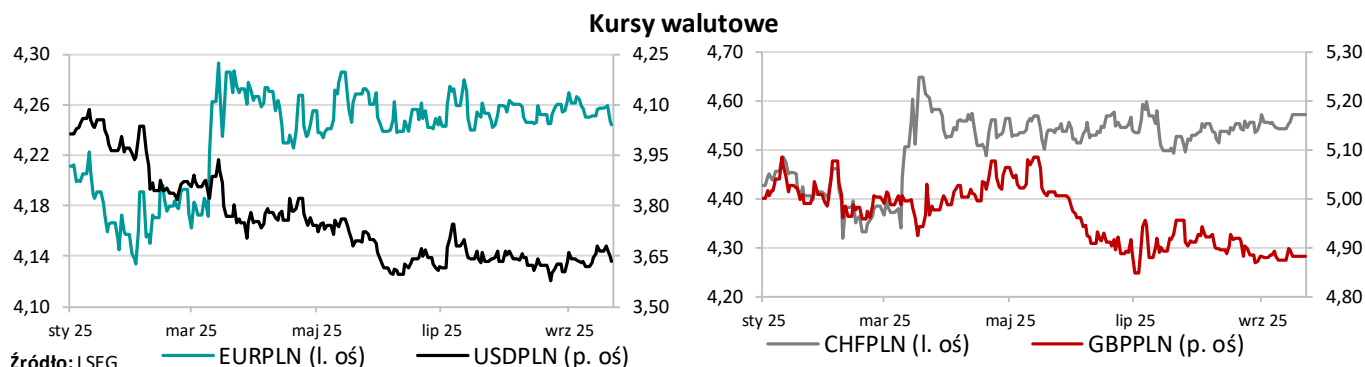
Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

Warto zwrócić uwagę, że nasz scenariusz odbiega od konsensusu rynkowego. Mediana oczekiwań analityków sygnalizuje brak zmian stóp procentowych do końca 2026 r., podczas gdy kontrakty terminowe wyceniają niepełną podwyżkę do poł. 2027 r. Pomimo oczekiwanego przez nas zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro oczekujemy, że stopa depozytowa będzie kształtowała się w

2026 r. znacząco poniżej docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy federalnych w USA, tj. [3,75%; 4,00%]. Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby w kierunku umocnienia dolara względem euro. Znajduje to odzwierciedlenie w naszej prognozie spadku kursu EURUSD z 1,17 na koniec 2025 r. do 1,10 na koniec 2026 r. W warunkach stabilnych stóp procentowych NBP w 2026 r., zacieśnienie polityki pieniężnej przez EBC będzie czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji złotego w średnim okresie. Tym samym prognozujemy tylko nieznaczny spadek kursu EURPLN z 4,28 na koniec 2025 r. do 4,24 na koniec 2026 r.

Głównymi czynnikami ryzyka w górę dla naszej ścieżki stóp procentowych są obserwowany w ostatnim czasie spadek cen ropy naftowej na światowym rynku, a także ponowna eskalacja wojny handlowej na linii USA-Chiny, która będzie sprzyjać reorientacji chińskiego eksportu do Europy, oddziałując w kierunku spadku cen towarów i obniżenia inflacji.

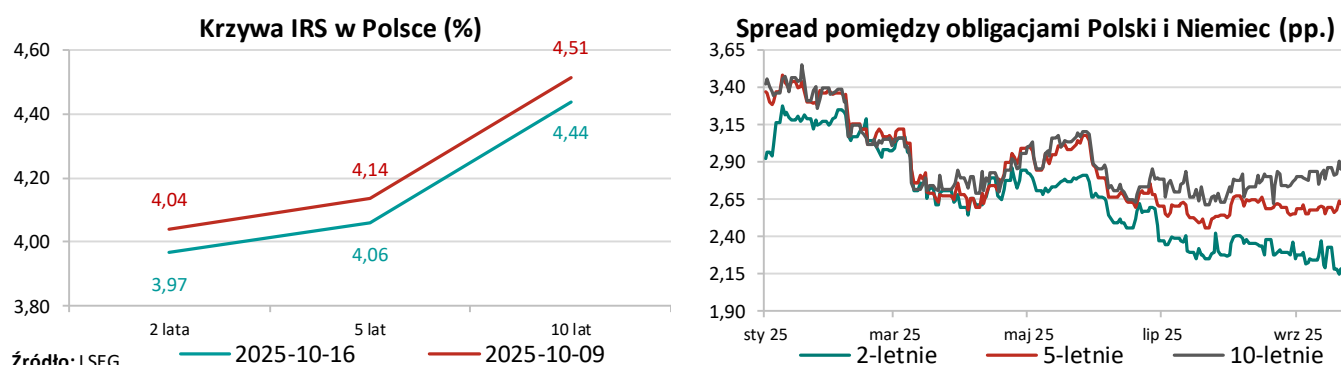
Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2442 (umocnienie złotego o 0,3%). Od wtorku do czwartku obserwowane było umocnienie złotego względem euro, w ślad za wzrostem kursu EURUSD. Aprecjacja euro względem dolara była kontynuacją trendu zapoczątkowanego dwa tygodnie temu w reakcji na ponowną eskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny, która nasiliła obawy części inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego w USA. W piątek doszło do korekty i przejściowego osłabienia złotego. W piątek po zamknięciu rynku złoty charakteryzował się podwyższoną zmiennością, która najprawdopodobniej miała charakter transakcyjny.

W tym tygodniu, w kierunku umocnienia złotego może oddziaływać zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Przeciwny wpływ może mieć przewidziana na środę publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Spadek stawek IRS i rentowności obligacji w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,97 (spadek o 5pb), 5-letnie do 4,06 (spadek o 5pb), a 10-letnie do 4,44 (spadek o 4pb). W ubiegłym tygodniu doszło do obniżenia stawek IRS na całej długości krzywej, w ślad za spadkiem rentowności na rynkach bazowych. Spadkowi rentowności na rynkach bazowych sprzyjały obawy o perspektywę wzrostu gospodarczego w USA związane z ponowną eskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny.

W tym tygodniu do wzrostu stawek IRS może przyczynić się zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. Przeciwny wpływ będzie miała najprawdopodobniej przewidziana na środę publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem, zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

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
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
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
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
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
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)	-810	918	-281	-1427	-35	115	-1136	-424	-1004	-194	-1168	-3087	
Eksport (r/r, %, EUR)	1,9	2,9	-2,3	0,7	2,7	1,2	3,9	-1,2	4,9	2,7	3,0	-1,4	
Import (r/r, %, EUR)	6,1	6,5	-0,4	3,9	10,4	4,0	10,5	6,3	6,1	0,6	2,6	-1,2	

* 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	3,0	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	4,4	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	2,9	3,6	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	-1,0	5,5	7,5	8,6	10,9	7,2	6,5	-0,9	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	4,5	2,9	6,0
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6	1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,2	0,9	1,7	1,1	1,6	1,1	1,5	-0,2	0,8
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-1,2	-0,4
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 20.10.2025 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	5,2	4,8	4,8
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	3,4	2,8	3,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	0,5	-0,3	0,1
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	5,2	4,8	5,0
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	27,7		
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	0,7	6,0	5,0
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-1,2	-1,1	-1,0
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	7,1	7,3	7,5
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	-0,8	-0,8	-0,8
Wtorek 21.10.2025 r.						
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Wrzesień	-6,9	-2,9	-2,3
Środa 22.10.2025 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Wrzesień	3,0	4,9	7,2
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Wrzesień	3,1	4,9	6,8
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	11,1	11,2	11,2
Czwartek 23.10.2025 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,5	5,6	5,6
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-14,9		-15,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	4,00	4,10	4,09
Piątek 24.10.2025 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	49,5		49,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	51,3		51,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	49,8		49,8
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	51,2		51,0
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,4	0,4	0,4
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	52,0		52,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	800	705	700
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	55,0	55,0	55,0

* 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



Jakub BOROWSKI
Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof JAWORSKI
Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA
Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: arutyunyan@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.