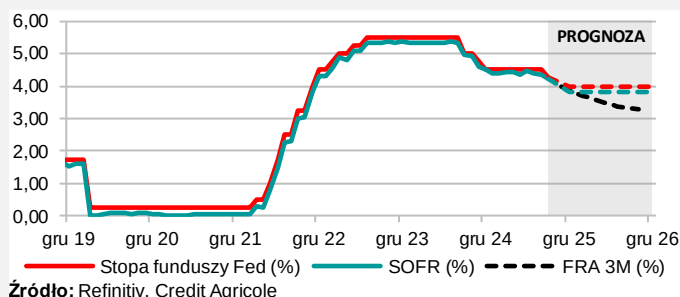


W tym tygodniu

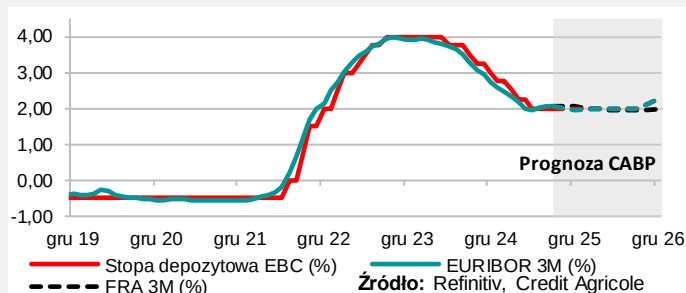
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed obniży docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 25pb do [3,75%; 4,00%], co jest spójne z konsensusem i wyceną kontraktów terminowych. Obniżka



zmaterializuje się pomimo podwyższonej niepewności i braku kluczowych danych z amerykańskiej gospodarki ze względu na *government shutdown* (wstrzymanie prac części instytucji federalnych ze względu na brak uchwalenia budżetu). Przewidujemy, że wydźwięk komunikatu i konferencji prasowej pozostanie ostrożny, bez deklaracji dalszego znaczącego luzowania polityki pieniężnej. J. Powell może powtórzyć, że Fed nie porusza się na „z góry ustalonym kursie” i podkreśli zależność kolejnych decyzji od napływających danych. Uważamy, że zgodna z oczekiwaniami rynku decyzja o obniżce stóp procentowych przez FOMC nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu możemy mieć jednak do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

W tym tygodniu zaplanowane są publikacje ważnych danych z amerykańskiej gospodarki (m.in. pierwszy szacunek PKB w III kw., inflacja PCE). Ze względu na *government shutdown* (wstrzymanie prac części instytucji federalnych ze względu na brak uchwalenia budżetu) dane te nie zostaną najprawdopodobniej opublikowane. Wynika to z tego, że nie napływają sygnały o postępach w negocjacjach w sprawie budżetu. Ostatni tak długi okres wstrzymania prac rządu miał miejsce od 22 grudnia 2018 r. do 25 stycznia 2019 r. i wynikał ze sporu D. Trumpa z Demokratami w sprawie finansowania budowy muru na granicy z Meksykiem. Uważamy, że negocjacje w sprawie uchwalenia budżetu mogą przyspieszyć 1 listopada, kiedy to rozpocznie się okres rejestracji planów zdrowotnych na kolejny rok. Bez dopłat rządowych ceny tych planów istotnie wzrosną, co może wywołać niezadowolenie wśród wyborców. Niezależnie od *government shutdown* w tym tygodniu opublikowany zostanie indeks Conference Board (93,0 pkt. w październiku wobec 94,2 pkt. we wrześniu), który wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów konsumenckich. Publikacja ta będzie jednak neutralna dla rynków finansowych i pozostanie w cieniu posiedzenia FOMC.

Innym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że bank centralny utrzyma parametry polityki pieniężnej bez zmian. W naszym scenariuszu bazowym nie przewidujemy dalszego łagodzenia w najbliższych kwartałach, a kolejną



decyzją EBC będzie naszym zdaniem decyzja o podwyżce stóp procentowych o 25pb w IV kw. 2026 r. (por. MAKROmapa z 20.10.2025). Wydźwięk konferencji będzie naszym zdaniem wyważony i nie dostarczy informacji istotnie zmieniających prognozowaną przez nas ścieżkę stóp procentowych. Z tego powodu uważamy, że posiedzenie EBC będzie miało ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

-  **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika cen obniżyła się w październiku do 2,8% r/r wobec 2,9% we wrześniu, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej (3,0% r/r w październiku wobec 3,2% we wrześniu). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,0%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
-  **W czwartek opublikowane zostaną wstępne szacunki PKB dla najważniejszych gospodarek strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 0,2% wobec 0,1% w II kw., podczas gdy dynamika PKB w Niemczech wzrosła do -0,1% wobec -0,3%. Nasze prognozy kształtują się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (konsensus wynosi 0,1% dla strefy euro oraz 0,0% dla Niemiec), stąd w przypadku ich realizacji ich sumaryczny wpływ byłby neutralny dla złotego i rentowności polskich obligacji.
-  **Informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy zaplanowana na dzisiaj publikacja indeksu Ifo, obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług.** Rynek oczekuje, że wartość indeksu zwiększyła się do 87,8 pkt. w październiku z 87,7 pkt. we wrześniu. Uważamy, że publikacja indeksu Ifo dla Niemiec będzie neutralna dla rynków finansowych.
-  **W piątek opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.** Rynek oczekuje lekkiego spadku indeksu NBS PMI (49,6 pkt. w październiku wobec 49,8 pkt. we wrześniu). Dane potwierdzą tym samym dość dużą odporność chińskiego przetwórstwa na napięcia w światowym handlu (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Uważamy, że wyniki badań koniunktury w Chinach będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

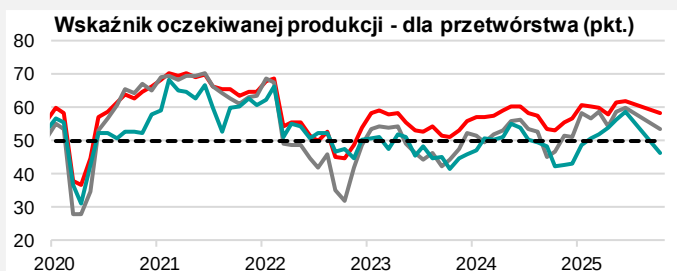
-  **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się we wrześniu o 7,4% r/r wobec wzrostu o 0,7% w sierpniu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (5,0%) i naszej prognozy (6,0%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się we wrześniu o 4,1% m/m, osiągając najwyższy poziom w historii. Zrealizował się tym samym nasz scenariusz zakładający, że coraz silniejsze oznaki ożywienia w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech, znajdą odzwierciedlenie również w Polsce, prowadząc do ożywienia produkcji przemysłowej (por. MAKROpuls z 18.09.2025). Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wszystkich trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (8,8% r/r we wrześniu wobec 0,9% w sierpniu), w branżach powiązanych z budownictwem (10,5% wobec 2,3%) oraz w pozostałych branżach (6,0% wobec 0,3%). W danych na uwagę zasługuje również utrzymujący się od marca br. wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych (16,0% r/r we wrześniu wobec 7,2% w sierpniu). W naszej ocenie są to głównie inwestycje firm skierowane na restrukturyzację i poprawę efektywności (por. MAKROpuls z 20.10.2025). Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się we wrześniu do 0,2% r/r wobec -6,9% w sierpniu, kształtując się znacząco powyżej naszej prognozy (-2,9%) i konsensusu rynkowego (-2,3%). Głównym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi dynamiki produkcji budowlano-montażowej były wspomniane wyżej korzystne efekty kalendarzowe. Tempo wzrostu produkcji budowlano-montażowej zwiększyło się w kategoriach „specjalistyczne roboty budowlane” (10,7% r/r we wrześniu wobec -0,3% w sierpniu), „wnoszenie budynków” (-3,8% wobec -4,1%) i „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” (-3,0% wobec -12,8%). Taka struktura produkcji

budowlano-montażowej wskazuje, że głównym czynnikiem dynamizującym produkcję we wrześniu były publiczne nakłady na infrastrukturę. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się we wrześniu o 2,6% m/m. Sygnalizuje to ożywienie aktywności w budownictwie (por. MAKROpuls z 21.10.2025). Wrześniowe dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w III kw. (3,8% r/r wobec 3,4% w II kw.) oraz w całym 2025 r. (3,6% wobec 3,0% w 2024 r.).

Dynamika zatrudnienia w polskim sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła -0,8% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się we wrześniu o 9,5 tys. osób. Spadek zatrudnienia skoncentrowany był w dwóch kategoriach: „przetwórstwo przemysłowe” (-3,8 tys.) oraz „handel; naprawa pojazdów samochodowych” (-4,5 tys.). Zatrudnienie w polskim sektorze przedsiębiorstw jest ograniczane przez niekorzystne czynniki podażowe związane ze zmniejszającym się zasobem siły roboczej ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego (por. MAKROpuls z 20.10.2025). Z kolei nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się we wrześniu do 7,5% r/r wobec 7,1% w sierpniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym oraz powyżej naszej prognozy (7,3%). Warto zwrócić uwagę, że we wszystkich głównych działach nominalna dynamika wynagrodzeń kształtuje się obecnie na podwyższonym, choć już jednocyfrowym poziomie, co świadczy o stabilizacji presji płacowej. W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zwiększyło się do 4,5% r/r we wrześniu wobec 4,1% w sierpniu. W efekcie realna dynamika funduszu płac zwiększyła się do 3,6% r/r we wrześniu wobec 3,2% w sierpniu. W całym III kw. zmniejszyła się ona do 3,4% r/r wobec 3,8% w II kw. Oczekujemy, że obserwowana w ostatnich kwartałach tendencja do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzyma się w kolejnych miesiącach.

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 6,6% r/r wobec 3,0% w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (7,2%) i powyżej naszej prognozy (4,9%). Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się we wrześniu do 6,4% r/r wobec 3,1% w sierpniu i była niższa od konsensusu rynkowego (6,8%) i wyższa od naszej prognozy (4,9%). Głównym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi dynamiki sprzedaży detalicznej była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się we wrześniu o 0,6% m/m. Tym samym pozostaje ona nadal poniżej swojego globalnego maksimum odnotowanego w kwietniu br. Ze względu na korzystne efekty kalendarzowe, wzrost realnej dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano we wszystkich głównych kategoriach. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” oraz „meble, RTV, AGD”, co jest to spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym perspektywy popytu na dobra trwałego użytku pozostają korzystne (por. MAKROmapa z 22.10.2025). Dane o sprzedaży detalicznej stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszyła się w III kw. do 4,0% r/r wobec 4,4% w II kw., a w całym 2025 r. wzrośnie do 3,6% wobec 2,9%.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się październiku do 52,2 pkt. wobec 51,2 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość od maja

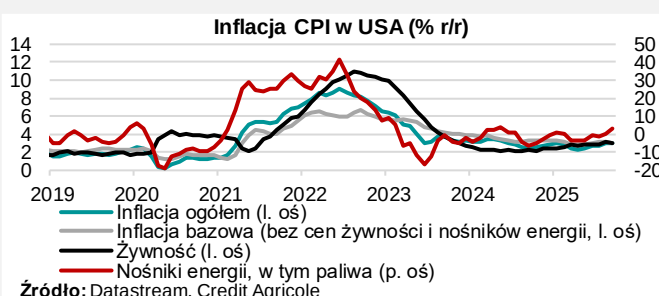


Źródło: S&P, Credit Agricole — Strefa euro — Niemcy — Francja

2024 r. i od stycznia br. pozostaje powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku zwiększenia zagregowanego indeksu PMI oddziaływał wzrost zarówno składowej dla aktywności biznesowej w usługach, jak i składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym osłabienie koniunktury odnotowano we Francji (do czego przyczyniło się pogorszenie nastrojów firm w reakcji na narastające napięcia polityczne i nawracające kryzysy rządowe w tym kraju), podczas gdy do jej poprawy doszło w Niemczech oraz w pozostałych gospodarkach objętych badaniem. W kontekście perspektyw polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który zwiększył się w październiku do 49,6 pkt. wobec 49,5 pkt. we wrześniu. Lekki wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego 2 z 5 składowych (dla nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz zapasów. Warto odnotować, że składowa dla nowych zamówień powróciła powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co pozwala oczekiwać dalszego wzrostu bieżącej produkcji w kolejnych miesiącach. W komunikacie zwrócono uwagę na rosnące obawy ankietowanych firm dotyczące stabilności łańcucha dostaw półprzewodników ze względu na napięcia geopolityczne. Autorzy raportu sugerują, że spadek zapasów dóbr pośrednich oraz wydłużenie czasu dostaw mogą być efektem problemów z dostępnością tych elementów. W efekcie, składowa dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy obniżyła się, co sugeruje dużą ostrożność w ocenach dotyczących trwałości obserwowanego obecnie ożywienia aktywności wśród ankietowanych firm. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,2%, a średnioroczny wzrost PKB wyniesie 1,3% wobec 0,8%.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Inflacja CPI zwiększyła się we wrześniu do 3,0% wobec 2,9% w sierpniu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności oraz spadek inflacji bazowej (3,0% r/r we

wrześniu wobec 3,1% w sierpniu). Miesięczne odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych obniżyło się we wrześniu do 0,2% wobec 0,3% w sierpniu, co sugeruje jak dotąd ograniczony wpływ podwyższonych ceł na ceny dóbr i usług konsumpcyjnych w USA. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,06 mln we wrześniu wobec 4,0 mln w sierpniu), które wskazały na utrzymującą się obniżoną aktywność na tym rynku. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan (53,6 pkt. w październiku wobec 55,1 pkt. we wrześniu i 55,0 pkt. we wstępnym szacunku) potwierdził pogorszające się nastroje konsumenckie w USA. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszyło się w III kw. do 1,1% wobec 3,8% w II kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.



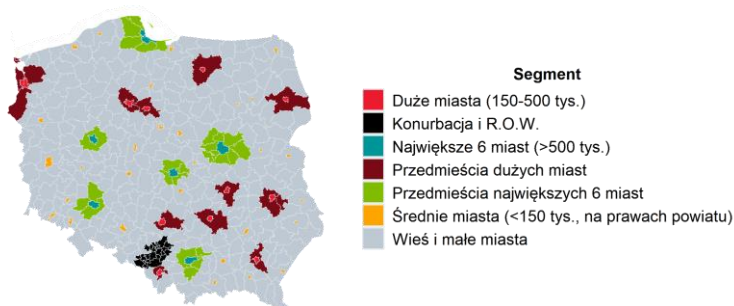
Rynek mieszkaniowy wielu prędkości

W debacie publicznej dość często pojawia się temat luki mieszkaniowej, odzwierciedlającej deficyt na rynku mieszkań. Mimo przyrastającego zasobu mieszkań w Polsce nadal pozostaje ona istotnym problemem społeczno-ekonomicznym. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, kiedy w Polsce dojdzie do domknięcia luki mieszkaniowej.

Punktem wyjścia w naszej analizie jest zdefiniowanie luki mieszkaniowej, którą rozumiemy jako różnicę pomiędzy liczbą dostępnych mieszkań a liczbą gospodarstw domowych. Liczba dostępnych mieszkań (mieszkania w naszej analizie oznaczają mieszkania zarówno w blokach, jak i w domach wielorodzinnych i jednorodzinnych) jest równa całkowitej liczbie mieszkań pomniejszonej o pustostany. Z kolei gospodarstwa domowe, zgodnie z definicją GUS, to zespół osób zamieszkujących razem i wspólnie utrzymujących się. Takie rozumienie luki mieszkaniowej jest równoznaczne z tym, że każde gospodarstwo domowe chce mieszkać w oddzielnym mieszkaniu. Występowanie luki mieszkaniowej oznacza, że liczba gospodarstw domowych przewyższa liczbę dostępnych mieszkań. Warto zaznaczyć, że w świetle przedstawionej wyżej definicji domknięcie luki mieszkaniowej nie implikuje, że każde gospodarstwo domowe mieszka w mieszkaniu odpowiadającym jego preferencjom i potrzebom, lecz wskazuje jedynie, że liczba dostępnych mieszkań jest nie mniejsza niż liczba gospodarstw domowych.

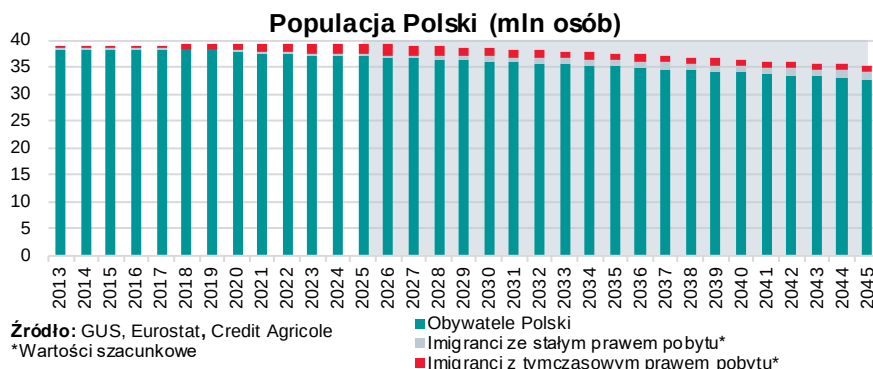
Można spotkać się z dwoma głównymi podejściami w szacowaniu luki mieszkaniowej. Pierwsze z nich opiera się na analizie zagregowanych danych dotyczących podaży mieszkań i liczby gospodarstw domowych dla całego kraju. Główną wadą tego podejścia jest to, że pomijamy w nim geograficzne niedopasowanie popytu na mieszkania do ich podaży. Stwarza to ryzyko, że choć na poziomie całego kraju luka może wydawać się domknięta, to w części regionów możemy mieć deficyt mieszkań, a w innych ich nadwyżkę. Drugie podejście, które ostatecznie zdecydowaliśmy się zastosować w niniejszej analizie, zakłada przeprowadzenie obliczeń na poziomie jednostek terytorialnych, a następnie agregację luk mieszkaniowych występujących w tych jednostkach. W naszej ocenie jest to o wiele dokładniejsze podejście pozwalające uniknąć sytuacji, w której nadwyżka w jednym regionie kompensuje deficyt w drugim. Uwzględnia ono również specyfikę rynków nieruchomości w poszczególnych regionach.

Naszą analizę przeprowadziliśmy na poziomie powiatów. Uważamy, że analiza na poziomie gmin mogłaby zawyżać lukę mieszkaniową. W przypadku gmin można bowiem przyjąć założenie, że deficyt mieszkaniowy w jednej gminie, ze względu na relatywnie krótki czas dojazdu, może być kompensowany przez nadwyżkę mieszkań w sąsiadującej gminie (przykładowo członkowie gospodarstwa domowego mogą mieszkać w jednej gminie i pracować w drugiej bez istotnego obniżenia ich komfortu życia). Z kolei analiza na poziomie województw byłaby w naszej ocenie zbyt ogólna i stwarzałaby opisane wyżej ryzyko niedoszacowania luki mieszkaniowej.

Klasyfikacja powiatów


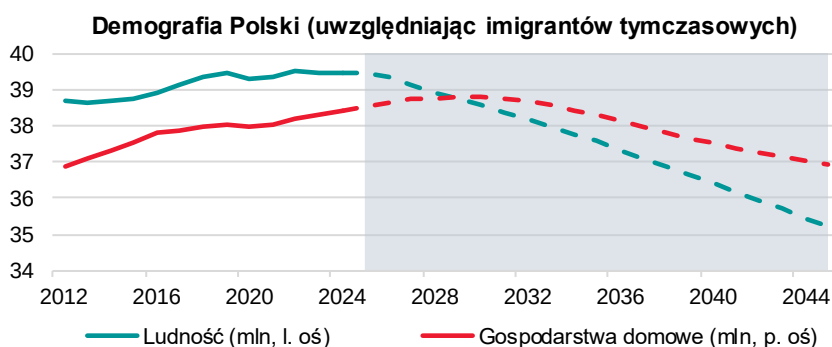
prawach powiatu, poniżej 150 tys.), Konurbację Górnośląską i Rybnicki Okręg Węglowy oraz powiaty bez praw miejskich gdzie indziej niesklasyfikowane.

Z uwagi na dużą różnorodność powiatów pod względem charakterystyk rynku nieruchomości w naszej analizie wyodrębniliśmy 7 segmentów rynku: 6 największych miast Polski (>500 tys. mieszkańców), przedmieścia powyższych 6 największych miast (z reguły sąsiednie powiaty, tzw. obwarzanki), duże miasta (150-500 tys.), przedmieścia dużych miast, średnie miasta (miasta na



kształtowania się tej części populacji oparliśmy na projekcji demograficznej GUS. Zgodnie z jej wynikami, w kolejnych dekadach liczba zgonów istotnie przekraczać będzie liczbę urodzeń, co skutkować będzie spadkiem liczby ludności (o 4,1 mln do 2045 r.). Spadek ten będzie częściowo kompensowany dodatnim saldem imigracji na pobyt stały, uwzględniającym zarówno migracje powrotne, jak i wzrost liczby obcokrajowców uzyskujących prawo stałego pobytu (łącznie +1,0 mln osób). W konsekwencji, w horyzoncie naszej analizy (tj. do 2045 r.) oczekujemy znacznego zmniejszenia się populacji stałej w Polsce (o 3,1 mln osób). Pomimo spadku liczby ludności Polski, część powiatów odnotuje jednak przyrost mieszkańców, głównie za sprawą migracji wewnętrznych, co równocześnie przyspieszy spadek populacji w pozostałych powiatach.

W prognozach dla populacji tymczasowej wykorzystaliśmy dane ze spisu powszechnego uzupełnione o dane z ZUS. Naszą prognozę oparliśmy na trzech założeniach. Po pierwsze, wykorzystując proporcje zmierzonej spisem powszechnym populacji cudzoziemców z tymczasowym prawem pobytu do cudzoziemców pracujących w Polsce, oszacowaliśmy, jak zmieniła się populacja cudzoziemców z tymczasowym prawem pobytu od spisu powszechnego w 2021 r. do teraz. Po drugie, część populacji tymczasowej uzyska prawo do stałego pobytu i tym samym zacznie być klasyfikowana jako populacja stała (co jest ujęte w prognozie demograficznej GUS). Po trzecie, zgodnie z naszymi wcześniejszymi analizami uważamy, że nie ma już przestrzeni do dalszego istotnego napływu imigrantów do Polski, tym samym łączna populacja imigrantów będzie kształtować się w lekkim trendzie spadkowym. (por. MAKROmapa z 29.07.2024).

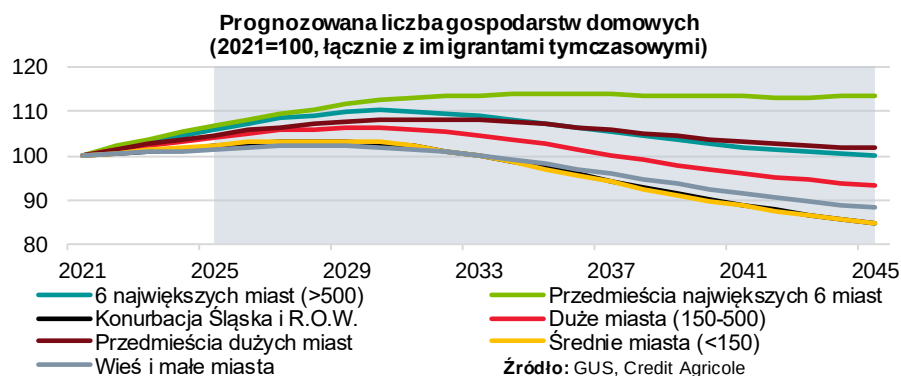


Źródło: GUS, Credit Agricole

lata charakteryzowała się dobrym dopasowaniem do danych, zatem pomimo upływu czasu pozostaje ona w naszej ocenie aktualna. Kluczowym elementem prognozy jest zbliżający się punkt przegięcia w trendzie spadkowym przeciętnej wielkości gospodarstw domowych. Według GUS, w 2030 r. średni rozmiar osiągnie minimum lokalne, po czym lekko wzrośnie i ustabilizuje się. Według GUS stabilizacja ta będzie wynikać z rosnącej liczby osób w podeszłym wieku, których znaczna część straci zdolność do samodzielnego prowadzenia gospodarstwa domowego.

Pierwszą stroną luki mieszkaniowej jest liczba gospodarstw domowych w Polsce. Jest ona determinowana przez populację Polski ogółem i średni rozmiar gospodarstw domowych. Na populację Polski ogółem składa się populacja stała i tymczasowa. Populacja stała to obywatele Polski i obcokrajowcy z prawem do stałego pobytu w Polsce. Nasze założenia odnośnie do

Z kolei przyjmując założenia dotyczące przyszłego kształtowania się wielkości gospodarstw domowych skorzystaliśmy z prognozy GUS z 2016 r. Uwzględnia ona odrębne prognozowane ścieżki rozmiaru gospodarstw domowych dla miast i wsi w podziale na województwa, dzięki czemu można dostosować je do poszczególnych powiatów. Prognoza przez ostatnie



Tym samym, chociaż liczba gospodarstw domowych kształtuje się obecnie w trendzie wzrostowym, to znajduje się ona blisko punktu zwrotnego. Zostanie on najpewniej osiągnięty ok. 2030 r., kiedy rozpocznie się spadek liczby gospodarstw domowych. Będzie on równoznaczny z obniżeniem popytu na mieszkania. Najsilniej będzie ono odczuwalne w małych i średnich

miastach, na wsi i w górnośląskich aglomeracjach. Z kolei jedynym segmentem powiatów, gdzie popyt pozostanie silny, będą przedmieścia największych 6 miast (Warszawa, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Łódź, Poznań). Największe 6 miast charakteryzować się będzie wyraźnie słabszym spadkiem popytu niż pozostałe duże miasta, zarówno w centrach, jak i na przedmieściach.

Drugą stronę luki mieszkaniowej stanowi podaż mieszkań. Do jej oszacowania wykorzystaliśmy dane GUS o zasobie mieszkań w poszczególnych powiatach (dla przypomnienia mieszkania w naszej analizie oznaczają mieszkania zarówno w blokach, jak i w domach wielorodzinnych i jednorodzinnych), na które następnie nałożyliśmy dane o pustostanach. Uwzględnienie pustostanów jest niezbędne, ponieważ nie wszystkie mieszkania stanowią element podaży na rynku mieszkaniowym. W 2021 r. w całej Polsce było ich ok. 1,8 mln, co stanowiło 12% zasobu mieszkań. Zjawisko pustostanów wynika na ogół z frykcji na rynku najmu (m.in. ze względu na czas potrzebny na znalezienie najemców po oczekiwanej cenie najmu czy też przeprowadzane remonty wynajmowanych mieszkań), użytkowania mieszkań w celach turystycznych (mieszkania wakacyjne lub wynajem krótkoterminowy), nieuregulowanych kwestii własności, czy też złego stanu technicznego. Uważamy, że czynniki te nie wygasną w horyzoncie naszej analizy, stąd przyjęliśmy założenie, że udział pustostanów w zasobie mieszkaniowym w kolejnych latach pozostanie stabilny, do momentu, gdy spadek liczby gospodarstw domowych, poprzez zmniejszenie popytu na rynku nieruchomości, nie doprowadzi do pojawienia się nadmiarowych pustostanów.

Na potrzeby prognozy kształtowania się zasobu mieszkań podzieliliśmy mieszkania na te zamieszkane oraz pustostany. Przyjęliśmy, że w przypadku występowania luki mieszkaniowej w danym powiecie, w kolejnych latach liczba zamieszkałych mieszkań oraz pustostanów będzie przyrastać zgodnie ze swoim trendem obserwowanym w latach 2013-2024 w danym powiecie (oczekujemy, że roczne przyrosty liczby mieszkań w danym powiecie w kolejnych latach będą takie same jak ich średnia w latach 2013-2024). Oznacza to, że udział pustostanów w zasobie mieszkań pozostanie stabilny. Podejście to uwzględnia długookresowe tendencje w lokalnym budownictwie, w tym jego możliwości produkcyjne oraz strategię sprzedażowe deweloperów (oddawanie inwestycji w kolejnych, zbliżonych pod względem skali etapach) i pozwala oczyścić dane z wpływu wahań koniunkturalnych na aktywność w budownictwie mieszkaniowym.

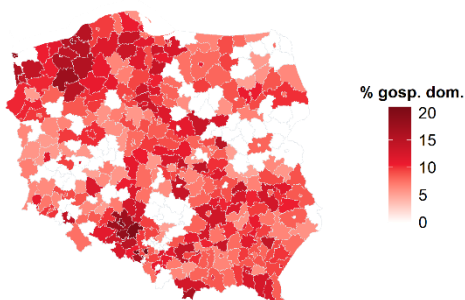
Założyliśmy, że wspomniane wyżej tempo przyrostu mieszkań utrzyma się tak długo, aż liczba zamieszkałych mieszkań nie zrówna się z liczbą gospodarstw domowych. W momencie gdy liczba mieszkań w danym powiecie zacznie przewyższać popyt, aktywność w budownictwie silnie wyhamuje, wydłuży się przeciętny czas wyprzedaży oferty deweloperów, a pojawiające się nadmiarowe mieszkania zaczną powiększać zasób pustostanów (z takim zjawiskiem mamy obecnie do czynienia w Katowicach). Tym samym, naszą prognozę opieramy na założeniu, zgodnie z którym oczekiwania deweloperów mają charakter adaptacyjny. Innymi słowy, decyzje o uruchomieniu inwestycji w danym roku determinowane są przede wszystkim przez sprzedaż w poprzednim roku – jeśli deweloper posiada zasób niesprzedanych mieszkań nie rozpocznie budowy kolejnych). Taki charakter oczekiwań deweloperów ma potwierdzenie w literaturze naukowej. Osiągnięcie równowagi na rynku nieruchomości nie oznacza całkowitego wygaszenia aktywności w budownictwie mieszkaniowym. Uważamy, że aktywność deweloperów skupi się

na renowacjach i zastępowaniu starych nieruchomości nowymi, o wyższym standardzie, co będzie jednak neutralne dla podaży mieszkań.

Dodatkowego komentarza wymaga sytuacja, w której już po domknięciu luki mieszkaniowej w danym powiecie, ze względu na zmiany demograficzne, zacznie zmniejszać się liczba gospodarstw domowych. W tej sytuacji przyjmujemy, że liczba zamieszkałych mieszkań będzie zmniejszać się wraz ze spadającą liczbą gospodarstw domowych, a nadwyżkowe mieszkania będą zasilać zasób pustostanów.

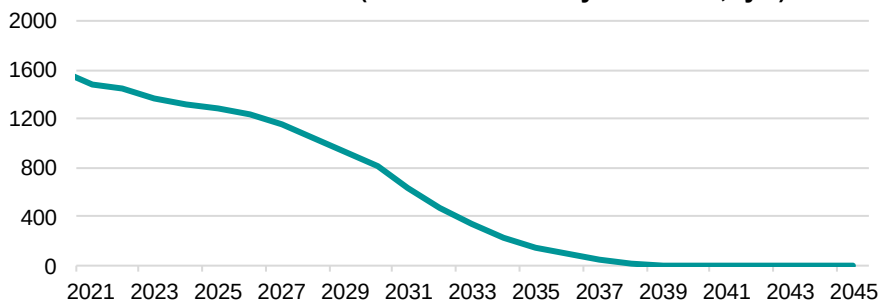
Kluczowa z punktu widzenia precyzyjnej prognozy przyszłego zasobu mieszkaniowego jest odpowiedź na pytanie o trwałość bloków z tzw. wielkiej płyty budowanych w okresie PRL. Przeanalizowane przez nas raporty sugerują, że dla wyraźnej większości bloków jest ona wyraźnie dłuższa niż horyzont naszej analizy (tj. do 2045 r.). Oczywiście należy się liczyć ze stratami zasobu mieszkaniowego, szczególnie w przypadku najstarszych budynków oraz zaniedbanych pustostanów, jednak zasób mieszkaniowy jest bardzo różnorodny, co za tym idzie modelowanie strat jest obciążone dużym błędem. Warto jedynie nadmienić, że znaczna część mieszkań składających się na zasób pustostanów może być w złym stanie technicznym.

Luka mieszkaniowa w 2024 r. (niedobór mieszkań na gospodarstwo domowe, > 5%)



Zestawiając dane o liczbie gospodarstw domowych oraz podaży mieszkań szacujemy, że łączny deficyt mieszkań w Polsce wynosi obecnie ok. 1,3 mln mieszkań, co przekłada się na lukę mieszkaniową wielkości ok. 8,1% w skali całej Polski. Luka mieszkaniowa występuje na niemal całym obszarze Polski, chociaż za 33% deficytu mieszkaniowego odpowiada 6 największych miast wraz z przedmieściami.

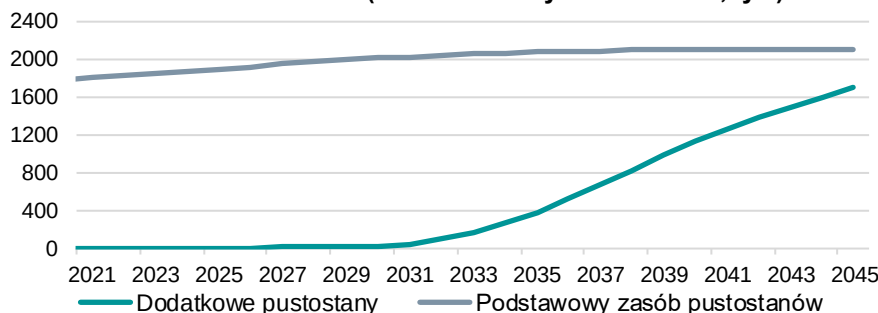
Luka mieszkaniowa (lokalne niedobory mieszkań, tys.)



Źródło: Credit Agricole

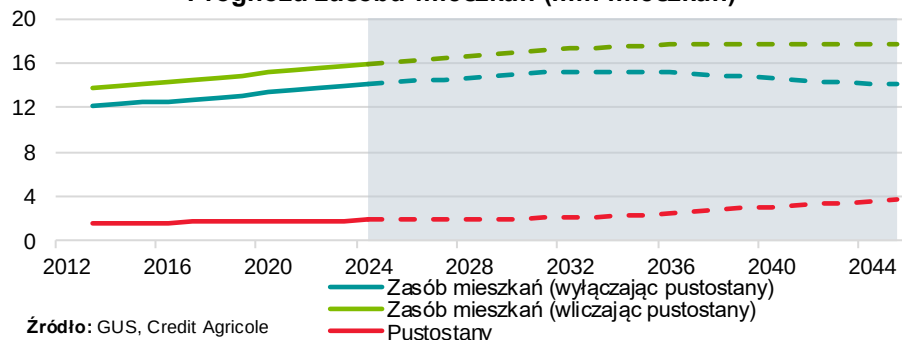
Naszą prognozę dalszego kształtowania się luki mieszkaniowej można podzielić na dwa okresy. W pierwszym okresie popyt pozostanie wysoki, ponieważ liczba gospodarstw domowych będzie zbliżona do maksimum. W efekcie, aktywność w budownictwie mieszkaniowym pozostanie wysoka, a deficyt mieszkań będzie szybko spadać. Geograficznie, aktywność w budownictwie podążać będzie za popytem, a w konsekwencji rozkład podaży będzie dostosowywać się do tendencji

demograficznych. Tym samym najsilniejszej aktywności w budownictwie oczekujemy na przedmieściach największych miast, a naj słabszej w górnośląskich aglomeracjach, średnich i małych miastach oraz na wsi.

Luka mieszkaniowa (lokalne nadwyżki mieszkań, tys.)


Źródło: Credit Agricole

korzystnych perspektywach demograficznych może nastąpić dopiero po 2040 r. Tym samym, pod koniec horyzontu naszej prognozy oczekujemy, że lokalne niedobory mieszkań będą zbliżone do zera, a nadmiarowe pustostany wyniosą ok. 1,7 mln mieszkań (9,5% podaży mieszkań ogółem).

Prognoza zasobu mieszkań (mln mieszkań)


Źródło: GUS, Credit Agricole

programy „domów za 1 euro” w niektórych wyludniających się regionach Włoch, czy też oferowanych za darmo pustostanów na wsi w Japonii. Popyt na takie mieszkania będą zgłaszać również osoby, dla których niska cena kompensuje długie dojazdy do pracy i utratę korzyści życia w aglomeracji. Niemniej warto zaznaczyć, że wiele nieruchomości o nieatrakcyjnym położeniu, niskim standardzie czy wysokich potencjalnych kosztach remontu może pozostać bez nabywcy i ulegać zniszczeniu wypadając w ten sposób z zasobu nieruchomości.

Aby zbadać wrażliwość naszej projekcji na główne czynniki ryzyka, przygotowaliśmy cztery scenariusze alternatywne, dwa dla popytu i dwa dla podaży. W pierwszym scenariuszu (niskiej podaży) zbadaliśmy, jak wyglądałaby luka mieszkaniowa, gdyby liczba mieszkań oddana do użytku była zbliżona do minimum z ostatnich 12 lat. Rezultatem byłoby utrzymanie się luki mieszkaniowej przez kilka dodatkowych lat, jednak pozostałaby ona i tak niemal całkowicie domknięta. Jednocześnie, liczba nadmiarowych pustostanów wyniosłaby 1,4 mln mieszkań wobec 1,7 mln w scenariuszu bazowym (8,2% podaży mieszkań ogółem wobec 9,5% w scenariuszu bazowym). Taki wynik wskazuje, jak dużą rolę w tworzeniu nadwyżki mieszkań odegrają zmiany demograficzne (głównie migracje wewnętrzne). Innymi słowy, powstające w naszej prognozie pustostany są w dużym stopniu efektem geograficznego niedopasowania popytu na mieszkania i ich podaży - wyludniania się części obszarów ze względu na migracje wewnętrzne.

W drugim scenariuszu (wysokiej podaży) założyliśmy zwiększoną aktywność w budownictwie wspieraną przez łagodną politykę pieniężną oraz istotne spowolnienie reakcji firm budowlanych na nadwyżki na rynku nieruchomości (ze względu na błędne odczytywanie przez nie impulsów cenowych). W takim scenariuszu ostateczna liczba nadmiarowych pustostanów byłaby istotnie wyższa niż w scenariuszu bazowym, osiągając 2,1 mln mieszkań w 2045 r. wobec 1,7 mln w scenariuszu bazowym (11,7% podaży ogółem wobec 9,5% w scenariuszu bazowym).

Z kolei w drugim okresie za sprawą czynników demograficznych popyt będzie szybko spadał, aktywność w budownictwie wyhamuje oraz powstanie nadwyżka mieszkań. Innymi słowy lokalna podaż dostępnych mieszkań zacznie przewyższać zapotrzebowanie. Punkt przegięcia w większości powiatów nastąpi pomiędzy 2032 r. a 2035 r., a w przypadku powiatów o szczególnie dużej luce, niskiej aktywności w budownictwie lub

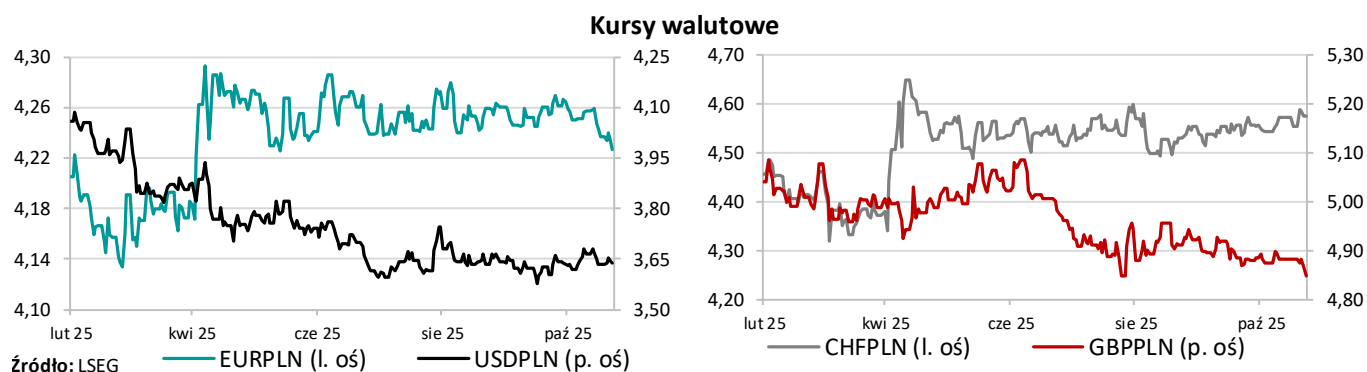
Przyszłość tych nadmiarowych pustostanów będzie zależała od ich atrakcyjności i lokalizacji. Część atrakcyjnych nieruchomości może zostać przekształcona na domy wakacyjne, nieruchomości na wynajem, lub też zamieszkała przez osoby pracujące w pełni zdalnie. Presja na spadek cen w części lokalizacji w warunkach wyludniania się części powiatów, może prowadzić do sytuacji analogicznych jak

W trzecim scenariuszu (niskiej populacji) założyliśmy, że restrykcyjna polityka migracyjna doprowadzi do zahamowania przyrostu liczby cudzoziemców ze stałym prawem pobytu oraz spadku liczby cudzoziemców z tymczasowym prawem pobytu do poziomu podobnego jak w 2016 r. W tym scenariuszu luka mieszkaniowa zostanie domknięta średnio kilka lat szybciej, a liczba nadmiarowych pustostanów osiągnie nieznacznie wyższy poziom, przy czym nie będzie ona różnić się znacząco od scenariusza bazowego. Warto zaznaczyć, że scenariusz ten nie uwzględnia silnie negatywnego wpływu takiego scenariusza na zasób siły roboczej w budownictwie, który może oznaczać, że niedobory mieszkań w dużych miastach będą trudniejsze do zaspokojenia.

W czwartym scenariuszu (wysokiej populacji) przeanalizowaliśmy potencjalne konsekwencje niekontrolowanej imigracji przyjmując, że liczba obcokrajowców w Polsce w 2045 r. osiągnie blisko 4,5 mln osób. W takim scenariuszu rozwiązanie luki mieszkaniowej potrwałoby średnio kilka lat dłużej, niemniej ostatecznie i tak niedobory zostałyby niemal całkowicie zlikwidowane. Nadwyżki byłyby niższe niż w scenariuszu bazowym, ale dalej obecne, osiągając poziom ok. 1,3 mln. (7,3% podaży ogółem wobec 9,5% w scenariuszu bazowym, podobnie jak w przypadku pozostałych scenariuszy odzwierciedlałyby geograficzne niedopasowanie popytu do podaży).

Podsumowując, uważamy, że w ciągu kolejnych dwudziestu lat podstawowy deficyt mieszkaniowy zostanie zaspokojony, a na rynku pojawi się 1,7 mln nadmiarowych pustostanów. Będzie to stanowiło 21,4% podaży mieszkań wobec obecnych 11,8%). Domknięcie luki nastąpi w pierwszej kolejności na obszarach charakteryzujących się szybkim odpływem populacji, a w ostatniej kolejności na obszarach o jednocześnie niskiej aktywności w budownictwie i wysokiej luce mieszkaniowej. W przypadku dużych miast, uważamy, że luka najszybciej zamknie się we Wrocławiu, a najdłużej utrzyma się w Warszawie. Należy podkreślić, że domknięcie luki mieszkaniowej w Polsce nie oznacza końca budownictwa mieszkaniowego w Polsce, przy czym aktywność w tym sektorze będzie się koncentrować przede wszystkim na nieruchomościach o wysokim standardzie i dobrych lokalizacjach. Rynek mieszkaniowy w coraz większym stopniu będzie stawał się rynkiem kupujących niż sprzedających. Tym samym domknięcie luki mieszkaniowej będzie oddziaływać w kierunku poprawy przeciętnej jakości użytkowanych mieszkań (nowe inwestycje będą wypierać z rynku stare, niszczące mieszkania). Będzie to jednocześnie sprzyjać istotnemu zmniejszeniu szeroko komentowanego w mediach zjawiska tzw. patodeweloperki, czyli budowy nowych mieszkań niespełniających standardów dobrego projektowania urbanistycznego, architektonicznego i społecznego.

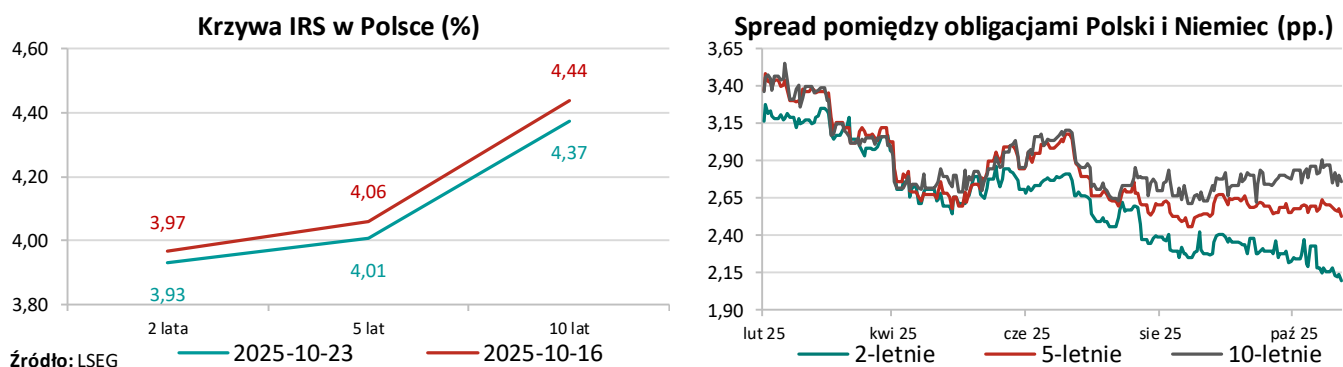
Krajowe dane o inflacji mogą osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2271 (umocnienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia doszło do umocnienia złotego względem euro. W tym samym czasie obserwowany był spadek kursu EURUSD. Deprecjacja euro względem dolara była korektą po zapoczątkowanym trzy tygodnie temu wzroście kursu EURUSD 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 ponownego osłabienia dolara względem euro w reakcji na publikację niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. Do korekty doszło również w przypadku kursu EURPLN, który powrócił do poziomów zbliżonych do poniedziałkowego otwarcia.

W tym tygodniu, w kierunku osłabienia złotego może oddziaływać zaplanowana na piątek publikacja wstępnych krajowych danych o inflacji. Podwyższonej zmienności kursu EURUSD może sprzyjać konferencja po posiedzeniu FOMC. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,93 (spadek o 2pb), 5-letnie do 4,01 (spadek o 3pb), a 10-letnie do 4,37 (spadek o 6pb). 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 oraz oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez Fed.

W tym tygodniu podwyższonej zmienności stawek IRS może sprzyjać zaplanowana na środę konferencja prasowa po posiedzeniu FOMC. Do spadku stawek IRS może przyczynić się natomiast przewidziana na

piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. 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	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	7,4	
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	-2,2	
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	-1,2	
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	6,6	
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	7,5	
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	3,3	3,8	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	7,5	8,6	10,9	7,2	6,5	-0,9	4,9	8,0
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		2,1	1,9	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	1,9	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	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	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,2	0,9	1,7	1,1	1,6	1,1	1,5	-0,2	0,8	1,3
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-1,2	-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 27.10.2025 r.					
11:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	87,7	88,0
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	2,9	2,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	0,0	0,5
Wtorek 28.10.2025 r.					
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	-0,1	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	-17,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	94,2	93,0 93,4
Środa 29.10.2025 r.					
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Październik	4,25	4,00 4,00
Czwartek 30.10.2025 r.					
11:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	-0,3	-0,1 0,0
12:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	III kw.	0,1	0,2 0,1
12:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	-0,76	
12:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	6,3	6,3
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	3,8	3,3 3,0
15:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	2,4	2,1 2,2
15:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	2,15	2,15 2,15
Piątek 31.10.2025 r.					
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	49,8	49,6
11:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Październik	2,9	2,9 3,0
12:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	2,2	2,1 2,1
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Wrzesień	2,7	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Wrzesień	2,9	2,9
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,4	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	40,6	

* 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