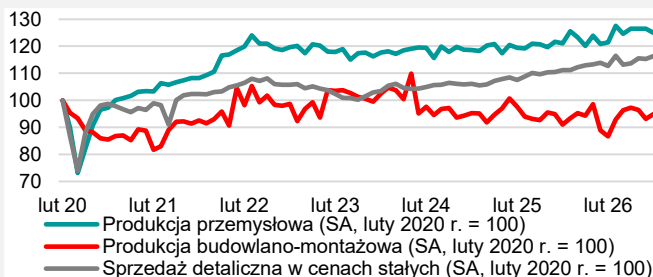


W tym tygodniu

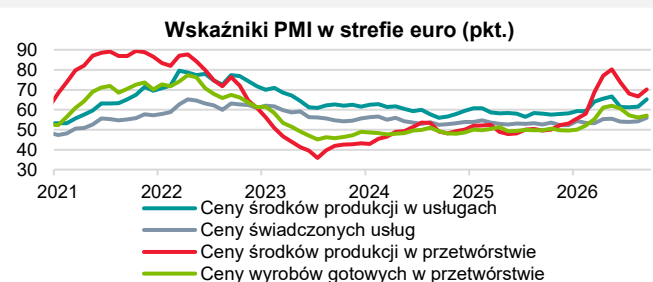
W tym tygodniu opublikowany zostanie zestaw danych z polskiej gospodarki za wrzesień. We wtorek poznamy dane o produkcji przemysłowej, której dynamika obniżyła się naszym zdaniem do 2,8% r/r z 4,3% w sierpniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu



Źródło: Datastream, Credit Agricole

produkcji była wysoka baza odniesienia sprzed roku. Jednocześnie oczekujemy częściowego odbicia aktywności w przemyśle po słabszym sierpniu, czemu sprzyjały korzystne sygnały płynące z badań PMI. Prognozujemy również spowolnienie wzrostu produkcji budowlano-montażowej do 2,0% r/r z 6,7% w sierpniu, przede wszystkim ze względu na wysoką bazę sprzed roku oraz oczekiwaną korektę produkcji w ujęciu miesięcznym po silnym sierpniowym wzroście (rozliczanie projektów w ramach KPO). W czwartek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych obniżyła się do 3,0% r/r we wrześniu z 3,8% w sierpniu. Choć koniunktura konsumencka poprawia się, to w kierunku spowolnienia wzrostu realnej sprzedaży oddziaływał naszym zdaniem silny wzrost cen paliw po wygaśnięciu sierpniowej interwencji rządowej. W przypadku danych z rynku pracy oczekujemy przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw do 6,1% r/r we wrześniu z 5,6% w sierpniu oraz stabilizacji spadku zatrudnienia na poziomie 0,8% r/r. Nasze prognozy dynamiki produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej kształtują się poniżej konsensusu rynkowego, a ich materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W piątek opublikowane zostaną wstępne indeksy PMI dla strefy euro i Niemiec. Konsensus rynkowy oczekuje obniżenia zagregowanego indeksu Composite PMI dla strefy euro do 52,7 pkt. w październiku z 53,1 pkt. we wrześniu, kiedy osiągnął on najwyższy poziom od 41 miesięcy. Spowolnienie wzrostu



Źródło: Markit, Credit Agricole

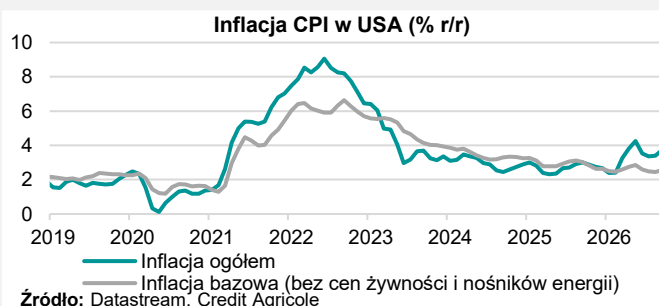
aktywności powinno być widoczne zarówno w usługach (52,5 pkt. wobec 53,0 pkt.), jak i w przetwórstwie (52,5 pkt. wobec 52,9 pkt.). Jednocześnie w Niemczech oczekiwany jest nieznaczny spadek indeksu PMI dla przetwórstwa do 53,5 pkt. w październiku z 53,9 pkt. we wrześniu. Materializacja tych prognoz oznaczałaby, że pomimo lekkiego pogorszenia koniunktury aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rośnie w umiarkowanie szybkim tempie. Szczególną uwagę zwrócimy na składowe indeksów dotyczące nowych zamówień, w tym eksportowych, które we wrześniu wskazywały na wyraźne ożywienie popytu. Istotne będą również wskaźniki kosztów produkcji i cen wyrobów gotowych, które w poprzednim miesiącu sygnalizowały ponowne nasilenie presji inflacyjnej w związku z wysokimi cenami surowców energetycznych. Utrzymanie tej tendencji, przy jednocześnie solidnym wzroście aktywności gospodarczej, wspierałoby nasz scenariusz dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC.

W III kw. wzrost gospodarczy w Chinach przyspieszył do 4,5% r/r z 4,3% w II kw., kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (4,4%). W okresie styczeń-wrzesień PKB zwiększył się o 4,6% r/r, co jest zgodne z realizacją rządowego celu wzrostu gospodarczego na 2026 r. wynoszącego 4,5-5,0%. Wrześniowe dane miesięczne również wskazały na poprawę aktywności

gospodarczej. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,5% r/r z 5,2% w sierpniu, a sprzedaży detalicznej do 1,1% we wrześniu z 0,4% w sierpniu. Jednocześnie spadek inwestycji w aglomeracjach miejskich utrzymał się na poziomie 7,2% r/r. Struktura danych wskazuje, że wzrost gospodarczy pozostaje wspierany przede wszystkim przez silny eksport i aktywność przemysłową, korzystające m.in. z globalnego wzrostu inwestycji w technologie związane ze sztuczną inteligencją, podczas gdy popyt krajowy pozostaje relatywnie słaby. Lepsze od oczekiwań dane zwiększają prawdopodobieństwo osiągnięcia dolnej granicy tegorocznego celu wzrostu gospodarczego bez konieczności uruchamiania dużego dodatkowego pakietu stymulacyjnego. Niemniej jednak utrzymująca się dekonjunktura na rynku nieruchomości i słabość inwestycji wskazują, że dla zapewnienia trwałości ożywienia w kolejnych kwartałach konieczna będzie kontynuacja wsparcia ze strony polityki fiskalnej, w szczególności działań pobudzających popyt krajowy.

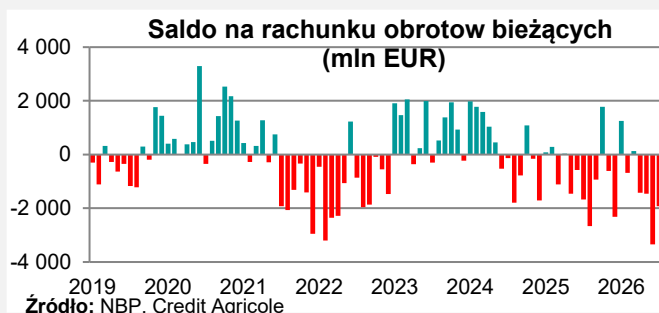
W zeszłym tygodniu

➤ **Dane o inflacji CPI w USA zaskoczyły w górę, wskazując na ponowne nasilenie presji inflacyjnej.** Inflacja ogółem wzrosła do 3,7% r/r we wrześniu z 3,4% w sierpniu, kształtując się powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (3,6%). Jednocześnie inflacja bazowa



zwiększyła się do 2,6% r/r z 2,4%. Do zwiększenia inflacji ogółem przyczynił się przede wszystkim silny wzrost cen nośników energii. Mimo wyższej od oczekiwań inflacji podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający utrzymanie stóp Fed bez zmian w październiku oraz dwie podwyżki po 25 pb w grudniu 2026 r. i marcu 2027 r., do przedziału 4,25–4,50%. Za takim scenariuszem przemawiają wcześniejsze rewizje inflacji PCE w dół, a także fakt, że część wrześniowego zaskoczenia inflacyjnego (CPI) wynikała ze wzrostu cen w kategoriach charakteryzujących się dużą zmiennością.

➤ **Dane o bilansie płatniczym Polski wskazały na wyraźne pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących do 3,6 mld EUR w sierpniu wobec 1,9 mld EUR w lipcu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia salda był wzrost deficytu w handlu towarami

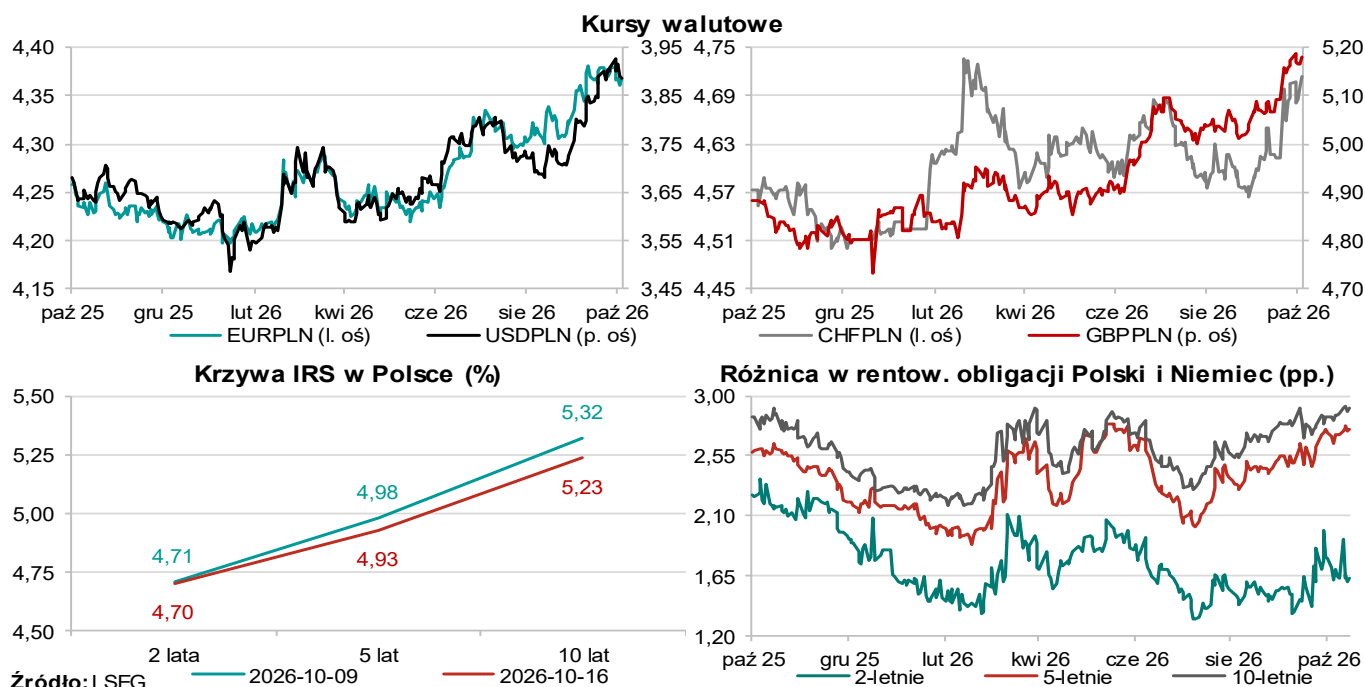


do 3,0 mld EUR wobec 1,4 mld EUR w lipcu. Dynamika eksportu wyrażonego w euro wyniosła 13,2% r/r w sierpniu wobec 11,2% w lipcu, natomiast import wzrósł o 15,4% r/r wobec 12,0% w lipcu. Wysokie dynamiki obrotów handlowych wynikały w znacznym stopniu ze wzrostu cen w handlu międzynarodowym, w szczególności cen surowców energetycznych, a także z szybko rosnącego handlu sprzętem komputerowym, wspieranego przez globalne inwestycje w infrastrukturę związaną ze sztuczną inteligencją. Jednocześnie utrzymywała się słabość eksportu branży motoryzacyjnej i meblarskiej.

➤ **Finalne dane o inflacji CPI w Polsce wskazały na jej wzrost do 4,1% r/r we wrześniu z 3,4% w sierpniu, nieznacznie powyżej wstępnego szacunku (4,0%, por. MAKROPuls z 14.10.2026).**

Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia inflacji było przyspieszenie wzrostu cen paliw do 36,1% r/r z 24,2%, związane z wygaśnięciem rządowej interwencji na detalicznym rynku paliw. Jednocześnie dynamika cen nośników energii zwiększyła się do 4,9% z 4,1%, a spadek cen żywności spowolnił do -0,4% z -0,9%. Inflacja bazowa obniżyła się do 3,1% r/r we wrześniu z 3,3% w sierpniu, co wskazuje na nadal ograniczone przenoszenie się szoku energetycznego na pozostałe ceny w gospodarce. Wznowienie od 3 października programu „Ceny Paliwa Niżej”, obejmującego obniżenie VAT i akcyzy oraz wprowadzenie maksymalnych cen detalicznych paliw, powinno przyczynić się do spadku inflacji do 3,3% r/r w październiku. Ostatnie wypowiedzi członków RPP również wskazują na ograniczoną skłonność Rady do szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej. I. Dąbrowski i P. Litwiniuk uznają stabilizację stóp do końca 2026 r. za najbardziej prawdopodobny scenariusz, natomiast G. Maśłowska dopuszcza podwyżkę najwcześniej w grudniu, jeśli ryzyka inflacyjne się nasilą. Wypowiedzi te wspierają nasz scenariusz zakładający brak podwyżki stóp procentowych w listopadzie i jednorazowe zacieśnienie polityki pieniężnej o 25 pb w styczniu 2027 r., do 4,00%. Za podwyżką na początku przyszłego roku przemawia oczekiwany przez nas wzrost inflacji bazowej do 3,8% r/r w grudniu, który może nasilić obawy RPP o pojawienie się efektów drugiej rundy.

Polityka pieniężna i ryzyko geopolityczne w centrum uwagi rynków

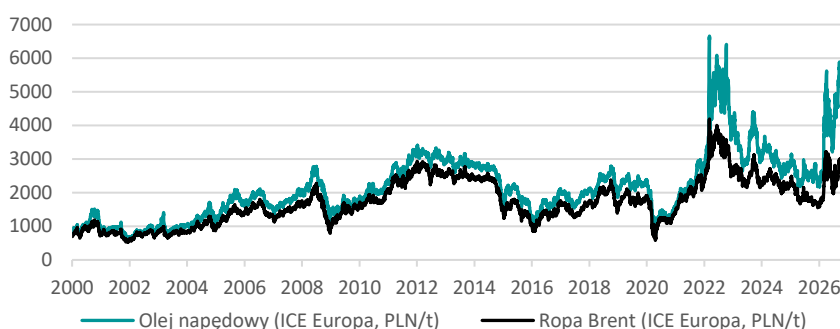


W ubiegłym tygodniu sytuację na rynkach finansowych kształtowały przede wszystkim zmiany oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej Fed, utrzymujące się wysokie ceny ropy oraz obawy o perspektywy sektora technologicznego w USA. W poniedziałek napięcia na Bliskim Wschodzie i obawy o sytuację fiskalną Francji sprzyjały umocnieniu dolara, podczas gdy kurs EURPLN utrzymywał się w pobliżu 4,38, a rentowności polskich obligacji i stawki IRS nieznacznie wzrosły. We wtorek spadek rentowności amerykańskich obligacji i osłabienie dolara, przy nieco niższych cenach ropy, sprzyjały umocnieniu złotego w okolice 4,37 za euro, podczas gdy na krajowym rynku długu przeważała stabilizacja. W środę wyższa od oczekiwań inflacja CPI w USA zwiększyła początkowo oczekiwania na październikową podwyżkę stóp Fed, prowadząc do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji i umocnienia dolara. W drugiej części dnia ruch ten został jednak

odwrócony za sprawą bardziej ostrożnych wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz wzrostu popytu na bezpieczne aktywa w związku z nasileniem obaw o zadłużenie przedsiębiorstw z sektora sztucznej inteligencji. W czwartek spadek rentowności amerykańskich obligacji i osłabienie dolara były kontynuowane, co sprzyjało obniżeniu rentowności polskich obligacji i stawek IRS oraz nieznacznemu umocnieniu złotego. W piątek doszło do częściowej poprawy nastrojów na europejskich rynkach akcji, co sprzyjało lekkiemu umocnieniu złotego.

W tym tygodniu kluczowymi czynnikami kształtującymi sytuację na rynkach finansowych pozostaną wydarzenia na Bliskim Wschodzie i powiązane z nimi zmiany cen ropy, a także oczekiwania dotyczące dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W kraju uwaga inwestorów będzie skupiona na wtorkowych danych o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej i rynku pracy oraz czwartkowej publikacji sprzedaży detalicznej. Nasze prognozy aktywności w przemyśle, budownictwie i handlu kształtują się poniżej konsensusu rynkowego, dlatego ich materializacja mogłaby nieznacznie osłabić złotego i obniżyć rentowności polskich obligacji. Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla europejskich rynków finansowych będzie zaplanowany na piątek przegląd ratingu Francji przez agencję Moody's, w kontekście utrzymujących się obaw o stabilność francuskich finansów publicznych.

Czy wzrost cen paliw podbije ceny żywności?



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

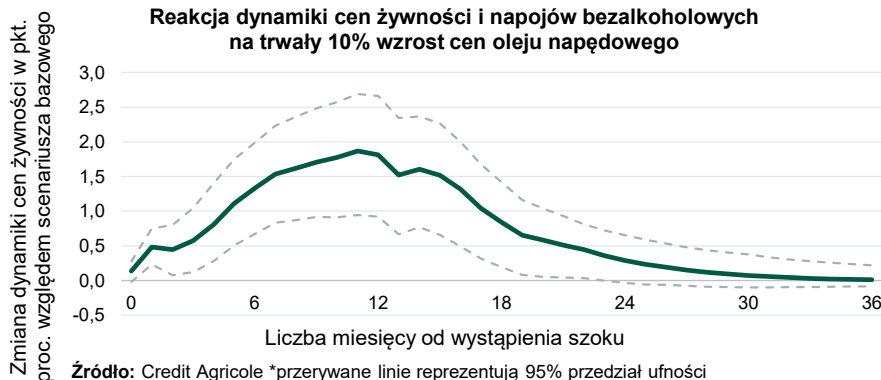
Ponowna eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oddziałuje w kierunku spadku podaży ropy naftowej i produktów rafineryjnych na światowym rynku. Jednocześnie obserwowany jest wzrost spreadu pomiędzy cenami oleju napędowego a ceną ropy Brent (tzw. diesel crack spread). Ceny oleju napędowego odgrywają istotną rolę w kształtowaniu cen

żywności. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu i z jakim opóźnieniem wzrost cen oleju napędowego przekłada się na dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce.

W celu oszacowania tych zależności przygotowaliśmy modele VARX opisujące reakcje cen na kolejnych etapach łańcucha dostaw żywności (ceny surowców rolnych, ceny przetwórców, ceny detaliczne) w 8 kategoriach: pieczywo i produkty zbożowe, mięso, produkty mleczne (po wyłączeniu masła), jaja, tłuszcze roślinne, masło, owoce oraz warzywa. Ze względu na to, że w naszym badaniu zmienną egzogeniczną reprezentującą szok na rynku paliw są krajowe ceny oleju napędowego (ON), wśród zmiennych endogenicznych znalazły się wyłącznie ceny obserwowane na polskim rynku. W ten sposób unikamy sytuacji, w której krajowymi cenami oleju napędowego staramy się wyjaśniać zmienność światowych cen kakao czy kawy. W konsekwencji analizowane przez nas kategorie nie pokrywają w pełni całego koszyka inflacji. Wszystkie modele oszacowano na danych miesięcznych od sierpnia 2015 r. do lipca 2026 r. Ceny oleju napędowego (ON) w Polsce włączono do modelu z opóźnieniami od zera do sześciu miesięcy. W równaniach cen detalicznych uwzględniliśmy również zmiany stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe w lutym 2022 r. i kwietniu 2024 r.

W naszym badaniu przeanalizowaliśmy reakcję na jednorazowy wzrost cen ON, po którym ich poziom pozostaje trwale wyższy o 10% względem scenariusza bazowego. Następnie zagregowaliśmy ścieżki reakcji ośmiu kategorii, wykorzystując wagi koszyka CPI z 2026 r. Wagi te odpowiadają 72,4% wydatków na żywność i napoje bezalkoholowe. Aby odnieść wynik do inflacji żywności ogółem, przyjęliśmy założenie, że pozostałe, nieobjęte

modelami kategorii wykazują taką samą reakcję na szok ON jak ważony koszyk analizowanych ośmiu kategorii. Jest to duże uproszczenie wynikające z trudności modelowania bardzo niejednorodnych kategorii, które zawierają w sobie surowce rolne niewytwarzane w Polsce. Uwzględniając, że kategorie te charakteryzują się, w większości przypadków, relatywnie wysokim stopniem przetworzenia, gdzie udział kosztów paliw w cenie detalicznej jest na ogół niższy, może prowadzić to do przeszacowania przez nas skali wpływu wzrostu cen ON na dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych.



Zgodnie z tak skonstruowanym modelem bazowym wzrost poziomu cen ON o 10% wiąże się z maksymalnym zwiększeniem rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych o 1,87 pkt. proc. po 11 miesiącach. Po 12 miesiącach efekt wynosi 1,81 pkt. proc. Reakcja rocznej inflacji cen żywności stopniowo słabnie w kolejnych miesiącach, natomiast poziom cen pozostaje

podwyższony: po roku o około 2,0%, a po 36 miesiącach o około 2,3% względem ścieżki bez impulsu. Wyniki poszczególnych modeli są zróżnicowane zarówno pod względem skali, jak i przebiegu w czasie. Po 12 miesiącach największą punktową reakcję obserwujemy w przypadku tłuszczów roślinnych, pieczywa i produktów zbożowych, produktów mlecznych po wyłączeniu masła oraz mięsa. Nieco słabsza reakcja obserwowana jest w przypadku jaj, warzyw oraz masła. Z naj słabszą reakcją mamy do czynienia w przypadku owoców.



Dodatkowo oszacowaną przez nas reakcję inflacji żywności podzieliśmy na trzy części, odpowiadające oddziaływaniu szoku paliwowego na poszczególnych etapach łańcucha dostaw. Po 12 miesiącach z łącznego wzrostu inflacji żywności o 1,81 pkt. proc. około 0,81 pkt. proc. przypada na impuls w cenach surowców rolnych, 0,54

pkt. proc. na impuls w cenach przetwórstwa i 0,46 pkt. proc. na impuls w cenach detalicznych. Tym samym największy wkład w reakcję inflacji żywności ma oddziaływanie szoku paliwowego na etapie surowców rolnych, a następnie przetwórstwa i handlu detalicznego. Należy jednak pamiętać, że oszacowane wkłady uwzględniają również dalsze przenoszenie zmian cen pomiędzy kolejnymi etapami łańcucha dostaw.

Warto zwrócić uwagę na opóźnienia transmisji przez poszczególne ogniwa łańcucha. Wkład impulsu w równaniach surowców do inflacji detalicznej osiąga szczyt wcześniej, około 11-12 miesiąca, podczas gdy wkład impulsu w równaniach przetwórstwa narasta dłużej i osiąga maksimum mniej więcej po 15-16 miesiącach. Takie przesunięcie jest spójne z rolą kontraktów, zapasów i stopniowego dostosowywania cen w przetwórstwie.

Odporność uzyskanych przez nas wyników sprawdziliśmy za pomocą alternatywnego, zagregowanego modelu VARX, w którym obok całego indeksu CPI żywności i napojów bezalkoholowych występuje indeks PPI produkcji żywności i napojów oraz indeks siedmiu grup surowców obserwowanych na polskim rynku: zbóż, mięsa, mleka, jaj, tłuszczów, owoców i warzyw. Przy tej samej próbie i identycznym szoku ON model zagregowany wskazuje na maksymalny wzrost rocznej inflacji żywności o 1,98 pkt. proc. po 12 miesiącach. Wynik ten jest zbliżony do

1,87 pkt proc. uzyskanych z agregacji sektorowej, mimo odmiennej konstrukcji obu podejść, co stanowi wsparcie dla wyników naszej analizy.

Interpretacja uzyskanych wyników wymaga ostrożności. Zmiany cen ON są skorelowane ze zmianami cen pozostałych nośników energii, nawozów i surowców rolnych, a także z wahaniami kursów walutowych. Przykładowo, po wybuchu wojny w Ukrainie doszło do jednoczesnego wzrostu cen zbóż i paliw oraz osłabienia złotego. Wykorzystanie cen surowców obserwowanych w Polsce poprawia ekonomiczną spójność analizy, ale nie eliminuje wpływu wspólnych czynników cenotwórczych. Stąd wyników uzyskanych dla jednorazowego szoku o skali 10% nie należy mechanicznie przeskalowywać w przypadku znacznie większych i rozłożonych w czasie zmian cen ON. Ma to szczególne znaczenie w warunkach obecnych napięć na rynku paliw, gdy zmienne perspektywy zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie prowadzą do naprzemiennych, silnych wzrostów i spadków cen ropy naftowej.

Wyniki naszej analizy stanowią wsparcie dla naszej prognozy cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce. Zgodnie z naszym scenariuszem, po okresie przejściowej deflacji cen żywności w 2026 r., w 2027 r. oczekujemy wyraźnego przyspieszenia ich wzrostu. Prognozujemy, że dynamika cen żywności zwiększy się z 0,9% r/r w 2026 r. do 5,1% w 2027 r., osiągając lokalne maksimum na poziomie 6,8% w II poł. 2027 r.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26	maj 26	cze 26	lip 26	sie 26	wrz 26	paź 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Kurs EURPLN*	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,31	4,32	4,36	4,35
Kurs USDPLN*	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,73	3,72	3,85	3,84
Kurs CHFPLN*	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,61	4,60	4,61	4,59
Inflacja CPI (r/r, %)	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	3,4	4,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	3,3	3,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	7,4	4,9	4,3		2,8
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	5,1	-2,3	6,7		2,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,9	3,1	4,2		5,7
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	6,8	5,3	6,4		6,6
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,9	6,8	5,6		6,1
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8		-0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8		5,8
Saldo ROB (mln EUR)	-932	1779	-610	-2313	1256	-677	134	-1424	-1460	-3340	-1925	-3567		
Eksport (r/r, %, EUR)	6,6	4,9	2,1	9,0	-1,8	2,8	8,2	6,2	5,0	11,7	11,1	13,2		
Import (r/r, %, EUR)	8,1	2,8	3,0	9,9	-5,7	4,0	4,4	7,6	3,6	16,7	12,0	15,4		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2026				2027				2025	2026	2027	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,7	4,1	3,7	3,5	2,8	2,7	3,1	3,0	3,8	3,7	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	3,3	2,8	3,1	2,5	2,8	3,3	3,3	3,0	4,0	2,9	3,2	
Inwestycje (% r/r)	3,1	8,5	9,6	8,1	7,2	6,3	4,5	5,9	4,9	7,5	6,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,2	8,1	7,5	5,5	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	7,3	5,7	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,3	7,5	8,0	6,2	5,2	6,1	6,5	6,1	7,1	7,7	6,4	
Wkłady do wzrostu PKB												
	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,6	1,8	1,2	1,7	1,9	1,9	1,5	2,2	1,7	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,4	1,3	1,6	1,8	0,9	1,0	0,8	1,4	0,8	1,3	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,6	0,1	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	6,1	5,8	5,8	5,9	6,1	5,7	5,7	5,8	5,7	5,9	5,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,9	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,0	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,7	5,5	5,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,3	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,4	2,9	3,5	3,5	3,9	4,1	3,5	3,0	3,6	3,3	3,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,85	3,85	3,85	4,10	4,10	4,10	3,73	3,60	3,99	4,10	3,60	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00	3,75	3,50	4,00	3,75	3,50	
EURPLN**	4,29	4,30	4,36	4,32	4,32	4,32	4,31	4,30	4,21	4,32	4,30	
USDPLN**	3,71	3,76	3,85	3,82	3,82	3,79	3,72	3,68	3,58	3,82	3,68	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 19.10.2026 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	4,3	4,4	
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	0,4	0,6	
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	-7,2	-7,3	
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	5,2	5,5	
Wtorek 20.10.2026 r.						
9:30	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	4,3	2,8	3,1
9:30	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Wrzesień	6,7	2,0	3,4
9:30	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	5,6	6,1	6,0
9:30	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	-0,8	-0,8	-0,8
9:30	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	4,2	5,7	5,7
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Sierpień	27,6		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Październik	34,7	32,0	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1403	1375	1400
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1275	1281	1300
Czwartek 22.10.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Wrzesień	6,4	6,6	7,1
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Wrzesień	3,8	3,0	3,6
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	11,3	11,5	11,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	199		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-16,5	-17,0	
Piątek 23.10.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	53,9	53,5	
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,8	5,8	5,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	53,0	52,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	52,9	52,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	53,1	52,7	
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	55,9		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	46,3	46,3	

* 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