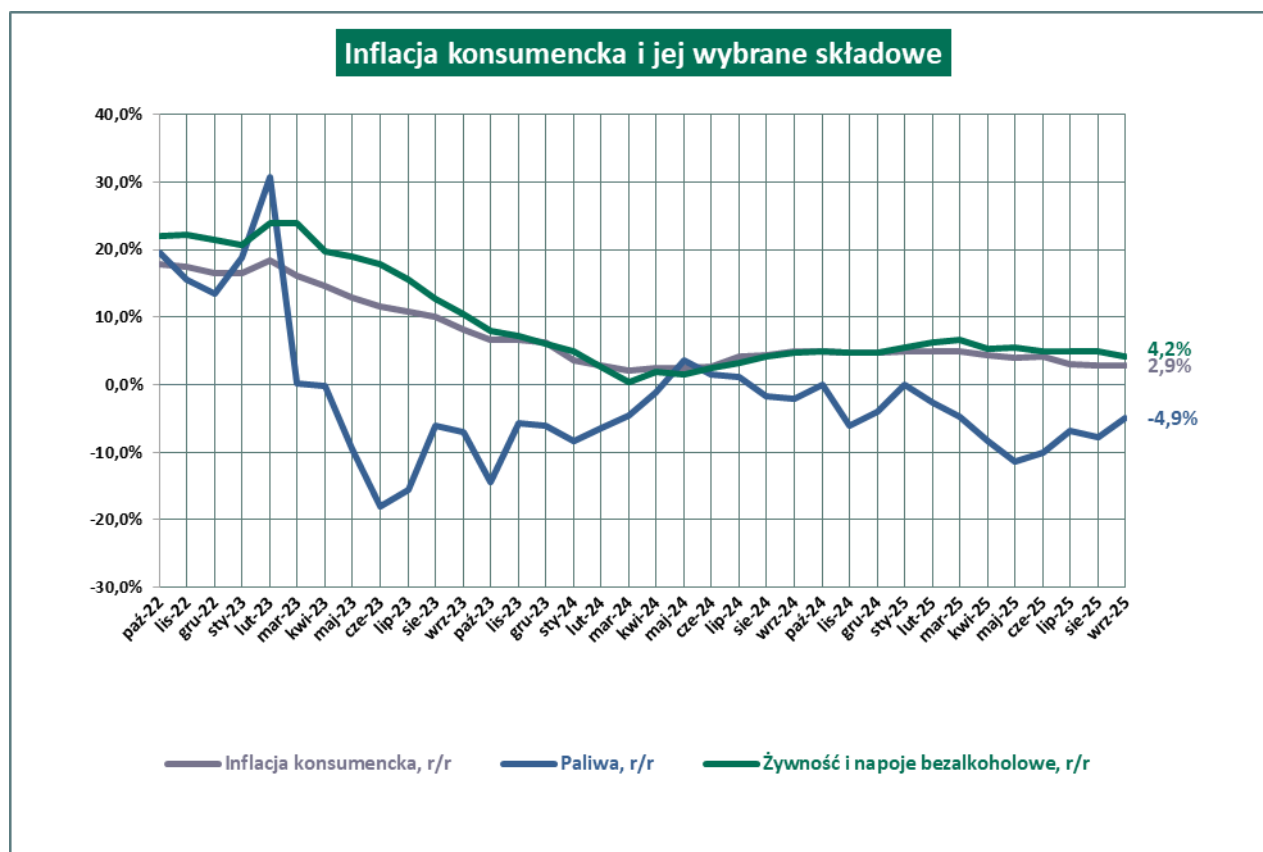


Dane makroekonomiczne

■ Inflacja konsumencka – wstępne dane GUS



Według danych opublikowanych przez GUS, inflacja we wrześniu br. wyniosła 2,9 % r/r, wobec również 2,9 % r/r w sierpniu br. Stabilizacja tempa wzrostu cen we wrześniu br. wynikała z obniżenia rocznej dynamiki cen żywności (o 0,7 pp. w porównaniu z sierpniem br.), mającej największy udział w systemie wag inflacji, która zrekompensowała równoczesny wzrost rocznej dynamiki cen paliw (o 2,8 pp. w porównaniu z lipcem br.). Powodem obniżenia dynamiki inflacji były zatem zmiany uwarunkowań zewnętrznych (spadek cen produktów rolnych), które nie są związane z poziomem stóp procentowych NBP (polityka monetarna w Polsce nie ma wpływu na ceny żywności). Wrześniowe dane, wskazujące na zakotwiczenie inflacji w celu RPP (2,5 % w ujęciu rocznym, plus/minus 1 pp.) mogą jednak wzmocnić rynkowe oczekiwania związane z obniżeniem stóp procentowych NBP w IV kw. 2025 r. (najbliższe posiedzenie w dn. 7-8.10 br.). Taka perspektywa (przy równoczesnej stabilizacji kosztu pieniądza [w strefie euro](#) ogranicza potencjał do umocnienia złotego wobec głównych walut.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	08 2025	08 2025	01-08 2025
	07 2025	08 2024	01-08 2024
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	-7,1 %	0,7 %	2,0 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	-7,5 %	1,1 %	2,4 %
Górnictwo i wydobywanie	-3,7 %	-2,1 %	-4,7 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	-3,3 %	-6,7 %	-2,2 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	-8,9 %	-6,9 %	-1,3 %
w tym:			
Budowa budynków	2,1 %	-4,1 %	-5,0 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	-13,0 %	-12,8 %	-3,2 %
Roboty budowlane specjalistyczne	-14,0 %	-0,3 %	6,1 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	-0,4 %	3,1 %	3,6 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-12,5 %	9,4 %	10,6 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	5,1 %	6,1 %	2,7 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	0,8 %	-3,4 %	-0,6 %

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2024-2026 (dane źródłowe: MFW, link)

Wskaźnik	2024	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)
Polska			
PKB, zmiana r./r.	2,9 %	3,2 %	3,1 %
Inflacja, r./r.	3,7 %	4,3 %	3,4 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-6,6 %	-6,2 %	-5,3 %
Dług publiczny (jako % PKB)	55,3 %	60,7 %	64,3 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	0,1 %	-0,3 %	-0,7 %
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	0,9 %	0,8 %	1,2 %
Inflacja, r./r.	2,4 %	2,1 %	1,9 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,1 %	-3,2 %	-3,4 %
Dług publiczny (jako % PKB)	87,7 %	88,7 %	89,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	2,8 %	2,3 %	2,1 %
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,8 %	1,8 %	1,7 %
Inflacja, r./r.	3,0 %	3,0 %	2,5 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-7,3 %	-6,5 %	-5,5 %
Dług publiczny (jako % PKB)	120,8 %	122,5 %	123,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-3,9 %	-3,7 %	-3,2 %

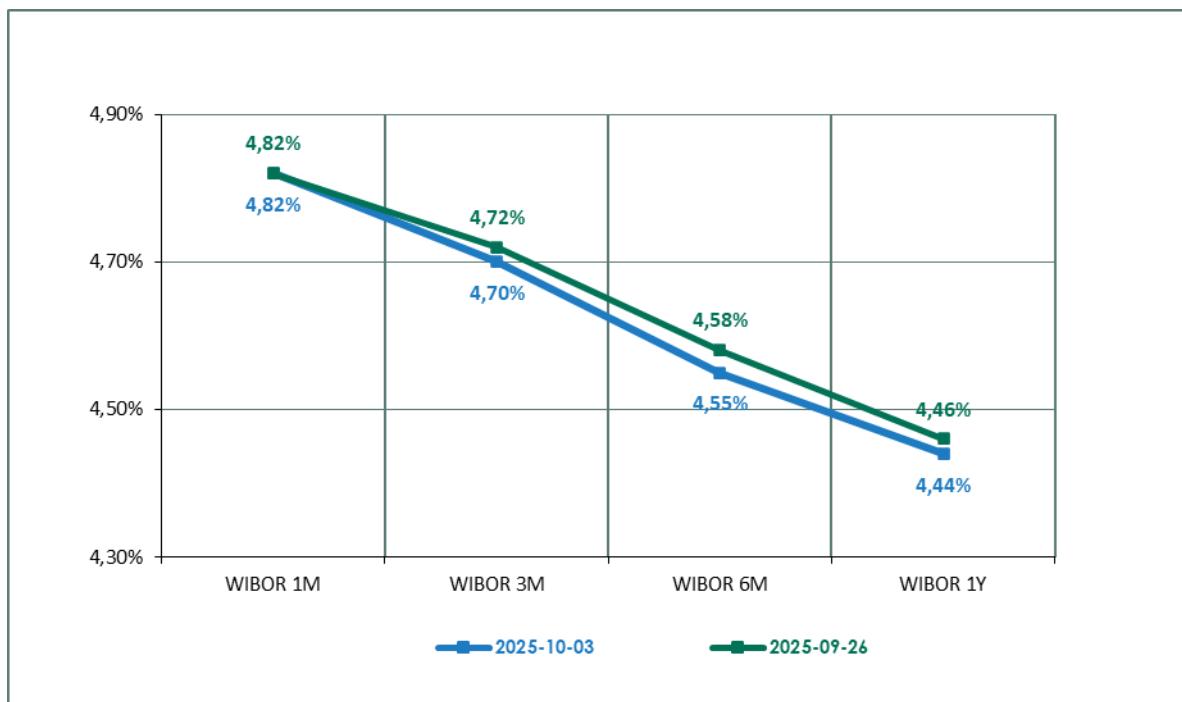
Wydarzenia

Według danych opublikowanych przez S&P Global, indeks PMI dla sektora przemysłowego we wrześniu 2025 r. wyniósł 48,0 pkt, wobec 46,6 pkt w sierpniu br. Wartość indeksu ukształtowała się zatem piąty miesiąc z kolei poniżej granicznego poziomu 50 pkt, który oddziela rozwój od dekonjunktury. Wynik na poziomie 48,0 pkt oznacza, że zdaniem ankietowanych koniunktura w przemyśle we wrześniu była słabsza niż w sierpniu br., w szczególności na skutek spadku zamówień (w tym eksportowych) oraz produkcji (w ujęciu m/m). Słabym ocenom konjunktury we wrześniu towarzyszyła jednak poprawa prognoz ankietowanych odnośnie perspektyw na nadchodzące 12 miesięcy (wzrost optymizmu wiązano z „ożywieniem gospodarczym, nowymi rynkami, funduszami KPO i nowymi produktami”). Wyniki wrześniowego badania PMI zwiększają ryzyko odnotowania niskiego tempa wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu (publikacja danych GUS w dn. 20 października br. – mediana prognoz instytucji finansowych ankietowanych przez „Parkiet” wskazuje na 4,6 % r/r tempo wzrostu we wrześniu br., wobec wzrostu o 0,7 % r/r w sierpniu br.).

Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (ang. FAO) opublikowała tzw. indeks cen żywności, który odzwierciedla światowe trendy w zakresie głównych grup produktów spożywczych (mięso, wyroby z mleka, zboża, oleje jadalne, cukier). We wrześniu br. wartość głównego wskaźnika kształtowała się wyżej (o 3,4 %) niż przed rokiem. Tendencje na światowych rynkach produkcji rolnej są jednym z czynników mających wpływ na kierunek zmian głównego wskaźnika inflacji konsumenckiej (2,9 % r/r we wrześniu br.), gdyż kategoria „żywność i napoje bezalkoholowe” ma największy udział (25,87 % w 2025 r.) w systemie wag wykorzystywanym przez GUS do wyliczania inflacji. Pomimo raportowanego przez ONZ wyższego (r/r) poziomu cen żywności niż przed rokiem, tempo wzrostu wyraźnie wyhamowało (z 6,6 % r/r w sierpniu do 3,4 % r/r we wrześniu br.), co może wzmocnić rynkowe prognozy w zakresie obniżki stóp procentowych NBP w IV kw. 2025 r. Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dn. 7-8 października br.

Rynki finansowe

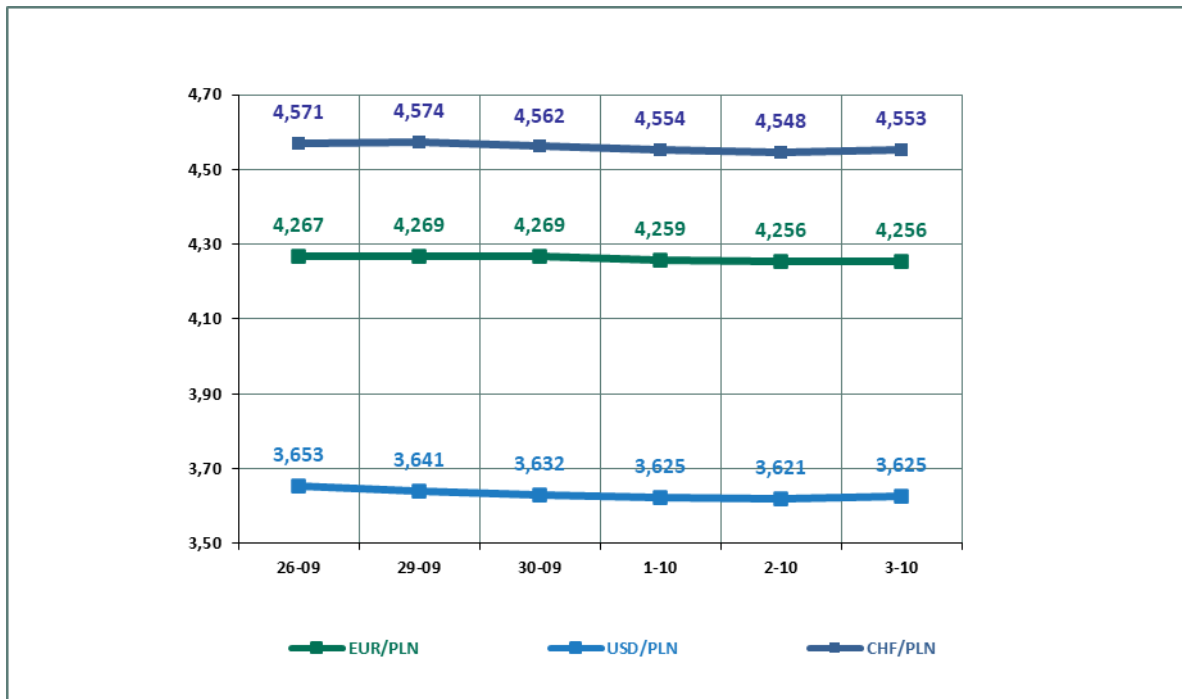
Rynek stóp procentowych



Obniżenie we wrześniu br. [stóp procentowych NBP](#) w połączeniu z oczekiwanym spadkiem kosztu pieniądza w kolejnych kwartałach sprzyja kształtowaniu się rynkowych stawek na niskim poziomie (wobec stopy referencyjnej NBP 4,75 %). Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dn. 7-8 października br. Uwarunkowania makroekonomiczne uzasadniają kolejną obniżkę stóp procentowych NBP (do 4,50 %, wobec 4,75 % obecnie), tym niemniej oczekujemy, iż większość przedstawicieli Rady będzie chciała poczekać z taką redukcją stóp do czasu listopadowej publikacji prognoz gospodarczych NBP.

Rynkowe stopy procentowe (29.09 – 3.10.2025 r.)

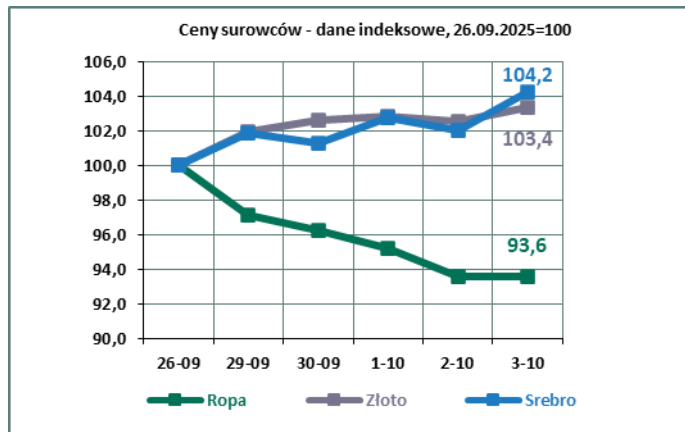
STAWKA	2025-10-03	2025-10-02	2025-09-26
WIBOR 1M	4,82%	4,83%	4,82%
WIBOR 3M	4,70%	4,70%	4,72%
WIBOR 6M	4,55%	4,56%	4,58%
WIBOR 1Y	4,44%	4,45%	4,46%
POLONIA	4,64%	4,51%	4,55%
WIRON	4,24%	4,31%	4,40%
€STR (EUR)	1,92%	1,92%	1,93%
SOFR (USD)	-	4,20%	4,16%
SONIA (GBP)	-	3,97%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,04%



Czynniki krajowe (związane z dokonaną we wrześniu br. zmianą perspektywy oceny wiarygodności kredytowej Polski przez [agencję Moody's](#) oraz przez [agencję Fitch](#) ze stabilnej na negatywną) mają niekorzystny wpływ na kurs złotego. Wrześniowe decyzje agencji mogą być zwiastunem obniżki ratingów w 2026 r. (sprzyjającej zarówno osłabieniu złotego, jak również wzrostowi kosztów obsługi zadłużenia). Na głównych rynkach finansowych najważniejszą informacją ostatnich dni pozostaje [zawieszenie funkcjonowania](#) niektórych instytucji federalnych w USA, będące konsekwencją braku politycznego porozumienia w sprawie finansowania administracji rządowej, co ogranicza potencjał do umocnienia dolara. Z kolei najnowszym impulsem osłabiającym euro w najbliższych dniach może być [kolejny kryzys rządowy](#) we Francji. Z perspektywy złotego, słabość głównych walut (zarówno EUR, jak i USD) równoważy negatywny wpływ czynników krajowych opisanych na początku akapitu.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-09-26	2025-10-03	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6528	3,6253	-0,8%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2668	4,2559	-0,3%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5705	4,5527	-0,4%



W ujęciu tygodniowym cena ropy Brent spadła o 6,4 %. Potencjał do trwałego wzrostu cen ropy pozostaje ograniczony ze względu na kluczową rolę, jaką w geopolityce odgrywają Stany Zjednoczone (zarówno na Bliskim Wschodzie, jak i w relacjach z Europą). Amerykański rząd prawdopodobnie będzie minimalizować ryzyko skokowego wzrostu cen ropy, gdyż taki scenariusz mógłby doprowadzić do negatywnego scenariusza gospodarczego w USA tj. wystąpienia recesji w pierwszym roku prezydentury (po powrocie do Białego Domu) Donalda Trumpa.

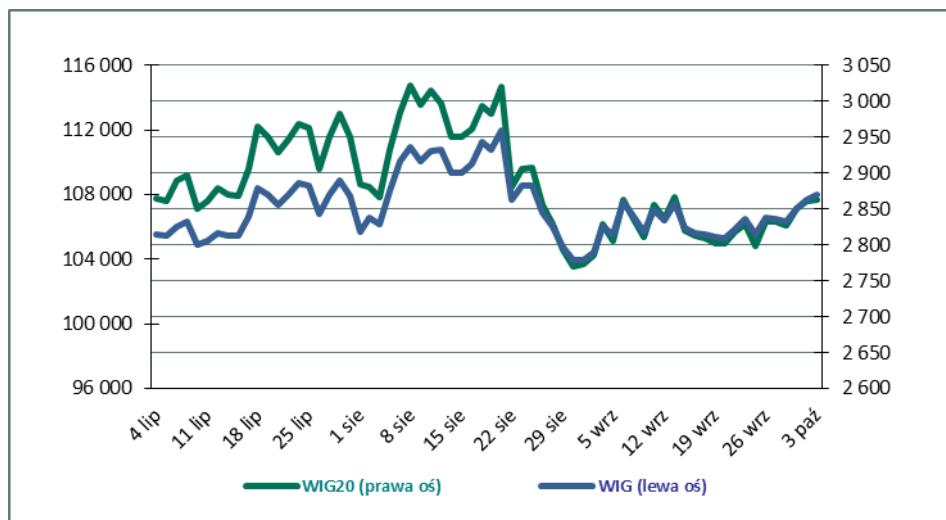
Prognozy amerykańskiej [agencji ds. energii \(ang. EIA\)](#) zakładają, iż średnia cena ropy Brent w 2025 r. wyniesie 68 dolarów za baryłkę (spadek o 13 USD wobec średniej w 2024 r.), zaś w 2026 r. 51 dolarów za baryłkę. Oczekiwany przez ekspertów EIA spadek (o 16,0 % w 2025 r. i o 25,0 % w 2026 r.) cen ropy ogranicza ryzyko kształtowania się dynamiki wskaźników inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście, prognozowana ścieżka zmian cen surowców na najbliższe kwartały jest argumentem wspierającym perspektywę kontynuacji obniżek stóp procentowych NBP.

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
26-09	68,68	3 759,94	46,05
29-09	66,69	3 833,93	46,92
30-09	66,08	3 858,51	46,65
1-10	65,36	3 865,67	47,32
2-10	64,26	3 856,32	47,00
3-10	64,28	3 887,09	47,99

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

Data	Pszenvica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
11-08	790,66	23,13	6,65	1,05	58,95
18-08	805,28	22,92	6,63	0,94	62,48
25-08	806,86	23,27	6,58	1,00	62,86
1-09	801,16	23,25	6,56	1,07	59,48
8-09	783,02	23,19	6,50	0,78	66,12
15-09	783,01	23,30	6,30	0,78	64,71
22-09	782,51	22,92	6,03	0,78	-



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 30,6 %, zaś WIG o 35,7 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Na wykresie zwraca jednak uwagę również korekta głównych [indeksów akcji](#) od połowy sierpnia, której głównym źródłem było opublikowanie rządowych [planów](#) dotyczących podwyżki podatku CIT dla sektora bankowego. Jeśli [projekt](#) resortu finansów uzyska akceptację Parlamentu i Prezydenta (co nie jest przesądzone), wyższe stawki podatku CIT dla banków wejdą w życie od 1 stycznia 2026 r. W szerszym kontekście, ryzykiem dla krajowych aktywów pozostaje nierozwiązana kwestia wzrostu zadłużenia publicznego, która (potencjalnie) mogłaby doprowadzić do obniżenia ocen wiarygodności kredytowej Polski.

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (6 – 10.10.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
8 października	Polska	Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP	X	4,75%

DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.