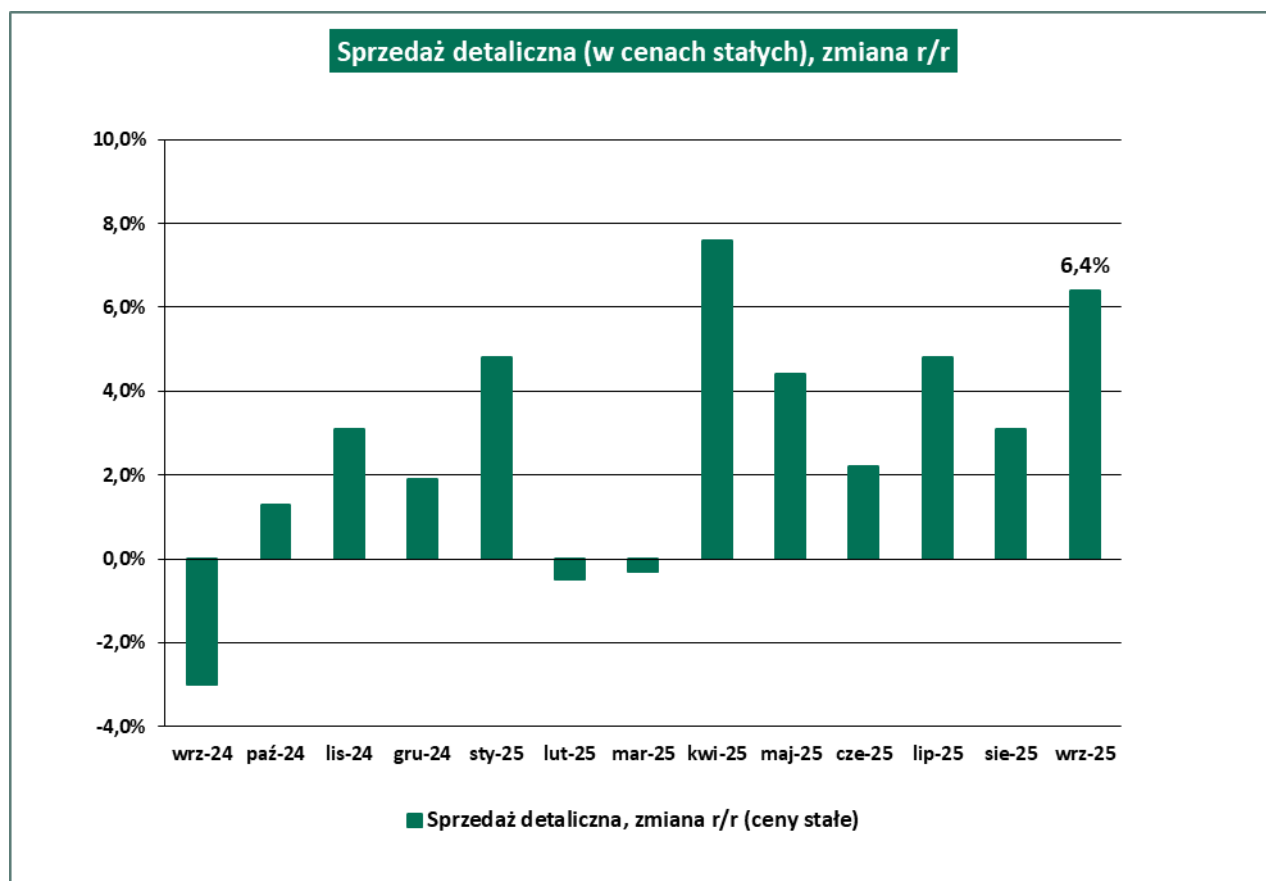


Dane makroekonomiczne

■ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych – dane GUS



GUS opublikował dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu br., która w cenach stałych była wyższa niż przed rokiem o 6,4 %, wobec wzrostu o 3,1 % w sierpniu br. Konsumpcja gospodarstw domowych była w ostatnich latach filarem wzrostu gospodarczego w Polsce (według GUS, w 2024 r. odpowiadała za 57 % PKB), dlatego poprawa dynamiki sprzedaży we wrześniu br. (wykres obok) jest dobrym prognostykiem danych GUS za III kwartał, które zostaną opublikowane w listopadzie br. (tempo wzrostu PKB może przyspieszyć wobec 3,3 % r/r w II kw. 2025 r.).

Warto zwrócić uwagę, że osiągnięciu wysokiego tempa sprzedaży detalicznej nie towarzyszy przyspieszenie dynamiki inflacji bazowej, która od kwietnia 2025 r. pozostaje w zakresie dopuszczalnych odchyśleń od celu władz monetarnych (3,2 % r/r we wrześniu br., wobec również 3,2 % r/r w sierpniu br.). Takie uwarunkowania potwierdzają, że w gospodarce jest przestrzeń do kolejnych obniżek stóp procentowych NBP. Najbliższe posiedzenie decyzyjne RPP zaplanowano w dniach 4-5 listopada br.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	09 2025	09 2025	01-09 2025
	08 2025	09 2024	01-09 2024
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	16,0 %	7,4 %	2,7 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	17,2 %	8,2 %	3,2 %
Górnictwo i wydobywanie	8,7 %	-1,5 %	-4,4 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	4,5 %	-3,6 %	-2,4 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	20,6 %	0,2 %	-0,8 %
w tym:			
Budowa budynków	7,7 %	-3,8 %	-7,1 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	28,9 %	-3,0 %	-1,7 %
Roboty budowlane specjalistyczne	23,7 %	10,7 %	8,4 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	-2,7 %	6,4 %	3,9 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	12,8 %	15,0 %	9,1 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	-7,5 %	7,1 %	3,2 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-3,5 %	0,2 %	-0,4 %

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 %	3,8 %	2,8 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-6,6 %	-7,0 %	-6,7 %
Dług publiczny (jako % PKB)	55,3 %	60,0 %	65,8 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	0,0 %	-0,7 %	-0,8 %
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	0,9 %	1,2 %	1,1 %
Inflacja, r./r.	2,4 %	2,1 %	1,9 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,1 %	-3,2 %	-3,4 %
Dług publiczny (jako % PKB)	87,2 %	87,8 %	88,9 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	2,6 %	2,3 %	2,2 %
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,8 %	2,0 %	2,1 %
Inflacja, r./r.	3,0 %	2,7 %	2,4 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-8,0 %	-7,4 %	-7,9 %
Dług publiczny (jako % PKB)	122,3 %	125,1 %	128,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-4,0 %	-4,0 %	-3,6 %

Wydarzenia

W minionym tygodniu GUS opublikował dane, które wskazały na poprawę koniunktury w sektorze przemysłowym. Produkcja sprzedana przemysłu we wrześniu 2025 r. wzrosła o 7,4 % r/r, wobec wzrostu o 0,7 % r/r w sierpniu. Aktywność w sektorze przemysłowym w okresie styczeń-wrzesień 2025 r. pozostała jednak umiarkowana (od początku roku produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 2,7 % r/r), co koresponduje z niskim tempem wzrostu w strefie euro (średnio o 1,5 % r/r w okresie styczeń-sierpień 2025 r. – według danych prezentowanych przez [Eurostat](#)). Ze względu na to, że przemysł odpowiada za jedną czwartą wartości dodanej w polskiej gospodarce, umiarkowana aktywność w tym sektorze jest czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB (3,3 % r/r w II kw. br. – według danych [GUS - po korekcie](#)).

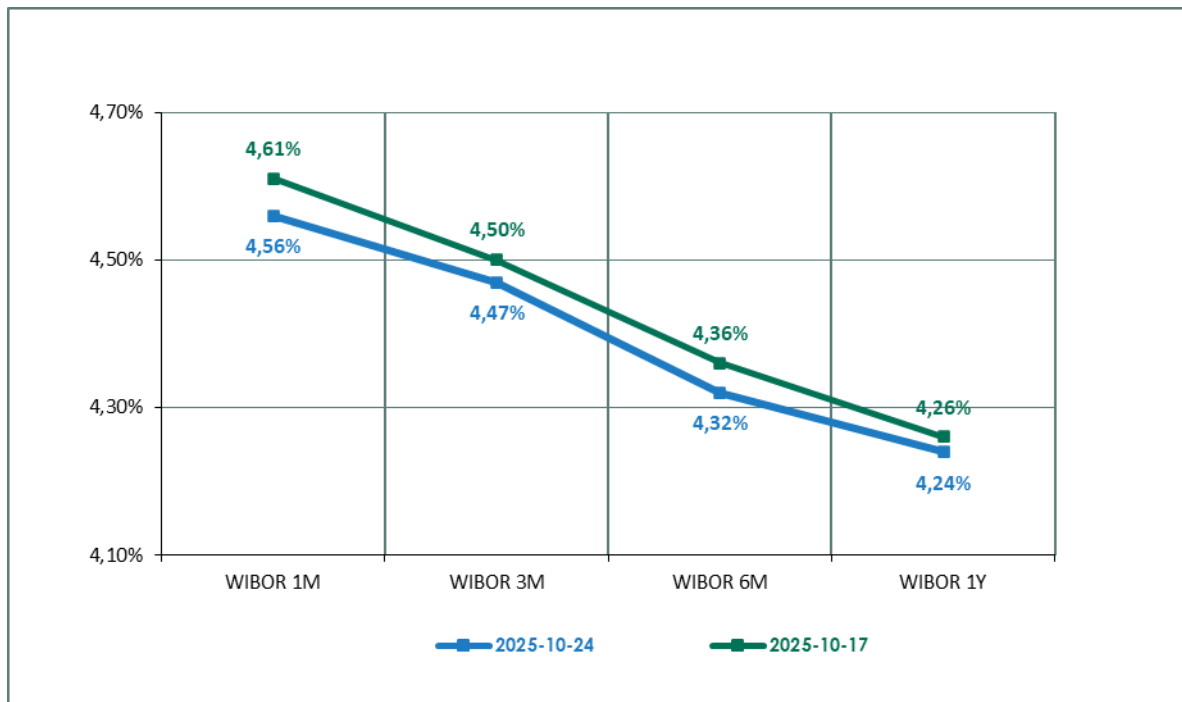
W minionym tygodniu opublikowano również wrześniowe [dane](#) o przeciętnym zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, w których liczba pracujących przekracza 9 osób. Odnotowane w ubiegłym miesiącu przyspieszenie rocznej dynamiki wynagrodzeń (w porównaniu z danymi za sierpień br. o 0,4 pp.) może być argumentem oddalającym perspektywę kolejnej obniżki stóp procentowych NBP (najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dn. 4-5.11 br.).

Eurostat [opublikował](#) porównawcze dane dotyczące deficytu i zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych według stanu na koniec II kw. 2025 r. Na tle pozostałych państw Unii, Polska prezentuje wyraźnie niższy poziom zadłużenia w relacji do PKB (58,1 %, wobec 81,9 % w UE oraz 88,2 % w strefie euro), lecz równocześnie charakteryzuje się drugim najszybszym tempem przyrostu długu r/r (o 6,1 pp. – gorszy wynik odnotowała w ujęciu r/r jedynie Finlandia, gdzie zadłużenie w relacji do PKB wzrosło w ciągu roku o 7,8 pp.). W ujęciu nominalnym zadłużenie Polski przekroczyło na koniec II kw. 2025 r. 2,1 bln złotych, wobec 1,8 bln zł przed rokiem (wzrost r/r o 361 mld zł). Źródła problemu rosnącego zadłużenia w ostatnich latach wykraczają poza kwestię zwiększonych wydatków na obronę narodową. Według oficjalnych danych NATO wydatki na zbrojenia w Polsce stanowiły w 2024 r. 3,8 % PKB, podczas gdy [deficyt](#) finansów publicznych ukształtował się w tym samym okresie na poziomie 6,5 %. Oznacza to, że nawet redukując wydatki na obronę do wymaganego przed rosyjską agresją na Ukrainę poziomu (2,0 % PKB), deficyt pozostawałby wyraźnie powyżej limitu postrzeganego jako bezpieczny (4,7 %, wobec zalecanego przez UE limitu deficytu 3,0 %). Utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu długu również w kolejnych latach stanowi istotne ryzyko dla stabilności gospodarki, szczególnie w kontekście [trudnej sytuacji demograficznej](#). Dynamiczny wzrost zadłużenia w warunkach spadku liczby ludności oraz starzejącego się społeczeństwa będzie stanowił coraz większe obciążenie dla malejącej liczby osób w wieku produkcyjnym. W perspektywie kolejnych kwartałów, wysokie tempo przyrostu długu może skutkować obniżeniem ocen wiarygodności kredytowej Polski, osłabieniem złotego oraz wzrostem kosztów obsługi zadłużenia (wzrost rentowności polskich obligacji).

W minionym tygodniu [opublikowano](#) wstępne dane o aktywności w sektorze przemysłowym strefy euro (indeks PMI w październiku br.), z których wynika, że aktywność gospodarcza w Europie pozostaje blisko stagnacji (50,0 pkt jest granicznym poziomem, który oddziela rozwój od dekonunktury). Takie uwarunkowania ograniczają potencjał do wzrostu cen w strefie euro w kolejnych miesiącach, a tym samym wzmacniają oczekiwania związane z tym, że Rada EBC pozostawi na [posiedzeniu w dn. 29-30.10 br.](#) stopy procentowe bez zmian.

Rynki finansowe

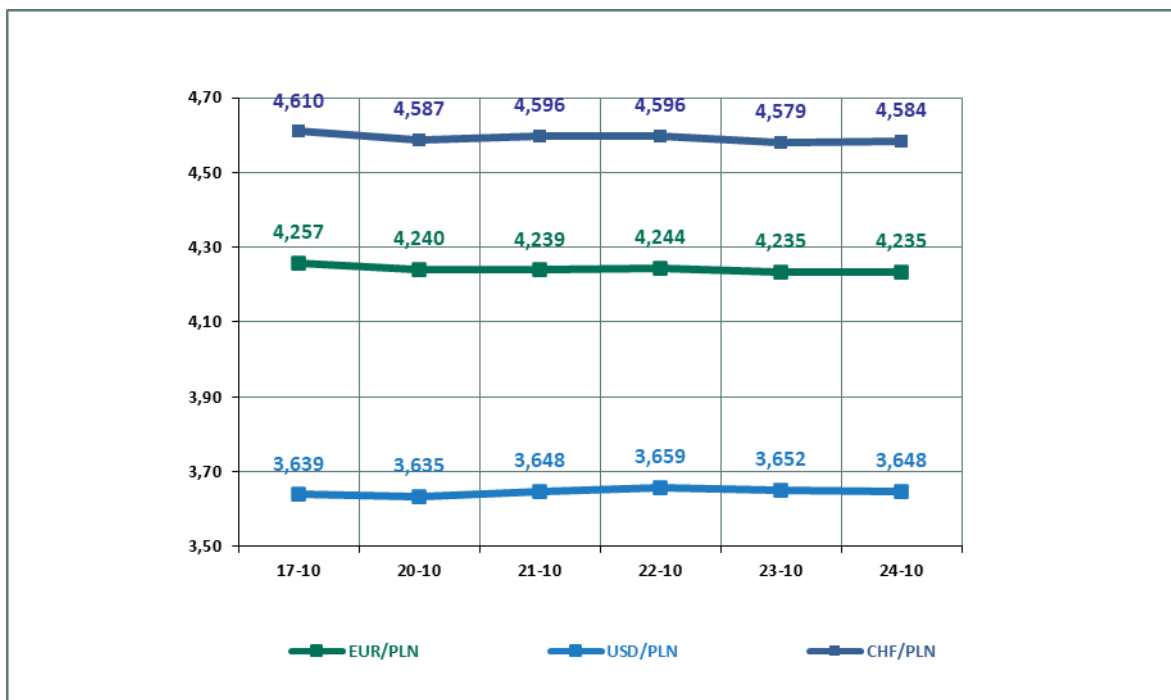
Rynek stóp procentowych



Obniżenie w październiku 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 4,50 %). Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej - podczas którego władze monetarne zapoznają się z aktualizacją długoterminowych prognoz gospodarczych - zaplanowano w dn. 4-5 listopada br.

Rynkowe stopy procentowe (20 – 24.10.2025 r.)

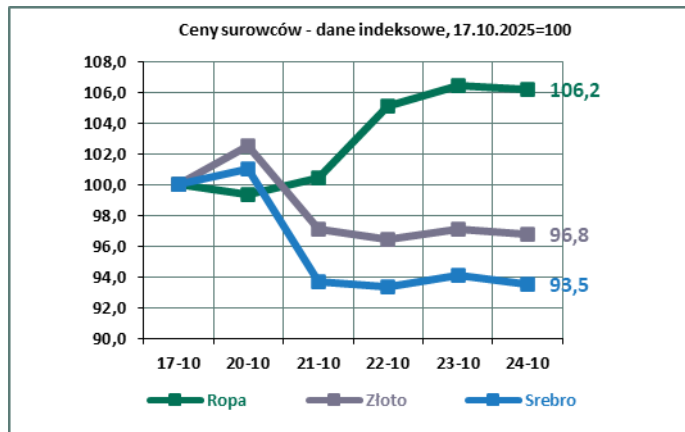
STAWKA	2025-10-24	2025-10-23	2025-10-17
WIBOR 1M	4,56%	4,58%	4,61%
WIBOR 3M	4,47%	4,49%	4,50%
WIBOR 6M	4,32%	4,32%	4,36%
WIBOR 1Y	4,24%	4,24%	4,26%
POLONIA	4,45%	4,35%	4,40%
WIRON	3,74%	3,75%	4,03%
€STR (EUR)	1,93%	1,93%	1,93%
SOFR (USD)	4,24%	4,24%	4,18%
SONIA (GBP)	-	3,97%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,05%	-0,04%



W dniu jutrzejszym (28.10 br.) rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie decyzyjne władz monetarnych w USA. W warunkach zmiennej polityki handlowej (wojny celne) utrzymuje się niepewność odnośnie rzeczywistej kondycji amerykańskiej gospodarki ([słabe dane z rynku pracy](#)), która zwiększa szanse na obniżki stóp procentowych przez komitet decyzyjny Rezerwy Federalnej. Oczekiwana redukcja stóp procentowych w październiku br. (o 0,25 pp.) wynikałaby zatem z tzw. podwójnego mandatu władz monetarnych w USA (oprócz stabilności cen jest to również wspieranie gospodarki prowadzące do pełnego zatrudnienia). Z perspektywy złotego oczekiwania związane z obniżką stóp procentowych w USA są korzystnym zjawiskiem, gdyż pozwalają zrównoważyć negatywny wpływ czynników krajowych związanych z [rosnącym zadłużeniem sektora finansów publicznych](#) oraz wynikającym z tego ryzykiem obniżenia oceny wiarygodności kredytowej przez agencje ratingowe w 2026 r.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-10-17	2025-10-24	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6388	3,6481	0,3%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2565	4,2353	-0,5%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,6096	4,5839	-0,6%



W minionym tygodniu cena ropy Brent wzrosła o 6,2 %, co było przede wszystkim reakcją rynku na bieżące wydarzenia polityczne, w szczególności na [nałożenie sankcji](#) przez rząd USA na rosyjskie firmy naftowe Rosneft i Łukoil. Amerykańska decyzja przewiduje możliwość zastosowania tzw. sankcji wtórnych wobec zagranicznych podmiotów, które przeprowadzają transakcje z rosyjskimi firmami, co potencjalnie może ograniczyć podaż rosyjskiego surowca na globalnym rynku.

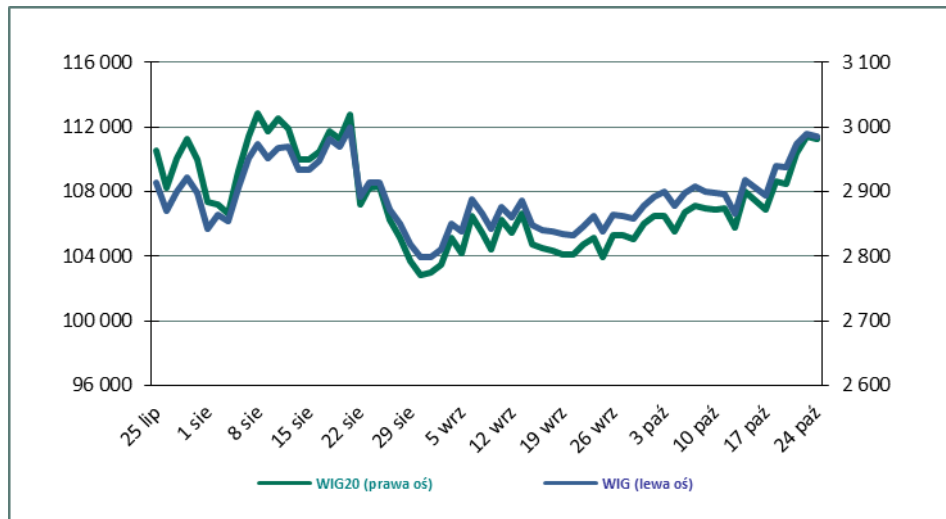
Ubiegłotygodniowa decyzja rządu USA nie zmienia jednak naszej oceny odnośnie długoterminowego potencjału do wzrostu cen ropy, który pozostaje ograniczony ze względu na kluczową rolę, jaką w geopolityce odgrywają Stany Zjednoczone. W tym kontekście decyzja Amerykanów z minionego tygodnia może być traktowana jako narzędzie wykorzystywane w bieżących negocjacjach z Chinami przed zaplanowanym na czwartek (30.10 br.) spotkaniem szefów państw (USA i Chin). Oczekujemy, że w dłuższej perspektywie amerykański rząd będzie chciał minimalizować ryzyko trwałego wzrostu cen ropy, gdyż taki scenariusz mógłby doprowadzić do negatywnego scenariusza gospodarczego w USA tj. wystąpienia recesji.

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
17-10	61,27	4 249,87	51,96
20-10	60,86	4 356,40	52,49
21-10	61,53	4 125,03	48,70
22-10	64,39	4 098,49	48,49
23-10	65,19	4 125,88	48,91
24-10	65,04	4 113,41	48,59

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.)
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	64,98
29-09	776,76	22,82	6,02	0,98	67,08
6-10	780,40	22,85	5,88	0,85	68,20
13-10	773,49	22,33	5,56	0,93	67,74



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 36,0 %, zaś WIG o 40,0 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Jednym z czynników wspierającym wzrosty na [globalnych rynkach akcji](#) są oczekiwania związane z [perspektywą obniżek](#) stóp procentowych przez władze monetarne w USA (najbliższe posiedzenie decyzyjne w dn. 28-29.10 br.).

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (27 – 31.10.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
29 października	USA	Decyzja w sprawie stóp procentowych	X	4,00-4,25%
30 października	Strefa euro	Decyzja w sprawie stóp procentowych	X	2,15%
31 października	Polska	Inflacja konsumencka (wstępne dane), r/r	X	2,9%

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.