



Polska

Komentarz makro-
ekonomiczny

Data

13 października 2025 r.

Arkadiusz Krześniak

Główny Ekonomista

(+48) 22 579 9105

Polska: Komentarz tygodniowy

W UBIEGŁYM TYGODNIU:

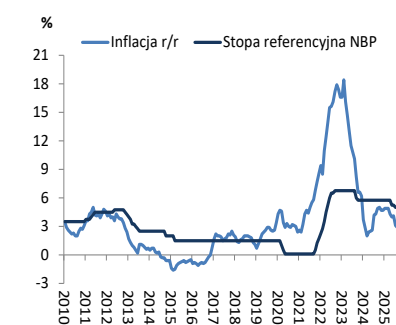
Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, obniżyła stopy procentowe o 25 pb. RPP wskazała, że inflacja w strefie euro i USA pozostaje umiarkowana a zmiany polityki handlowej zwiększają niepewność prognoz wzrostu i inflacji. W ocenie Rady w Polsce stabilizacja inflacji w sierpniu i wrześniu na poziomie 2,9% sugeruje, że inflacja bazowa również pozostała stabilna a dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń. Ze względu na poprawę perspektyw kształtowania się inflacji w najbliższym czasie Rada uznała, że uzasadnione jest dostosowanie stóp procentowych i dodała, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Jako czynniki ryzyka dla inflacji RPP wymieniła: luźną politykę fiskalną, ożywienie popytu konsumpcyjnego i podwyższona dynamikę płac. Jako źródła niepewności dla inflacji Rada podała poziom administrowanych cen energii oraz kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej.

Na **konferencji prasowej** prezes NBP prof. Adam Glapiński stwierdził, że członkowie RPP widzą przestrzeń do dalszych, niewielkich obniżek stóp, ale kiedy one nastąpią, będzie to uzależnione od napływających danych. Zdaniem prezesa NBP kolejne obniżki, jeśli nastąpią, będą niewielkie i będą uwzględniać efekty poprzednich obniżek stóp procentowych. Jego zdaniem, jeśli inflacja jest na poziomie 2,9% to nie ma powodu, aby utrzymywać stopy procentowe w wysokości 4,50%. W ocenie prof. Glapińskiego, jeśli stopa referencyjna osiągnie 4%, to RPP będzie patrzeć, czy może dalej obniżać stopy, czy też obniżki poszły za daleko. Prezes NBP podkreślił, że Rada obniży stopy procentowe tak mocno, jak to jest możliwe, aby nie zaszkodzić procesowi dezinflacji. Prezes NBP powtórzył, że decyzje RPP będzie podejmować z posiedzenia na posiedzenie. W ocenie prezesa Glapińskiego obecny poziom stóp procentowych nie spowalnia wzrostu gospodarczego, bo po wzroście PKB o 3,4% w II kw. wzrost PKB w III kw. będzie również silny, a w całym 2025 r. dynamika PKB będzie wyższa niż w 2024 r. Według szacunków NBP, inflacja konsumenta wyniesie 3,0% w październiku, 2,7% w listopadzie i 3,0% w grudniu br. W ocenie NBP ewentualne odmrożenie cen energii w 2026 r. zwiększyłoby inflację o 0,3-0,4 pkt. proc. a wprowadzenie systemu ETS-2 w 2027 r. zwiększyłoby inflację o 2 pkt. proc. Prezes Glapiński powtórzył, że luźna polityka fiskalna ogranicza przestrzeń do obniżek stóp, ale ich całkowicie nie wyklucza. Poinformował również, że zarząd NBP podjął decyzję o zwiększeniu udziału złota w rezerwach NBP do 30% z obecnych 25% (520 ton).

Minister finansów Andrzej Domański zadeklarował, że celem rządu jest obniżanie deficytu fiskalnego w kolejnych latach. Ministerstwo Finansów zakłada, że deficyt rządowy i samorządowy w 2025 r. wyniesie 6,9% PKB w 2025 r. oraz 6,5% w 2025 r. Ministerstwo przewiduje, że w 2026 r. inflacja wyniesie ok. 3% a w horyzoncie prognozy ustabilizuje się w okolicach celu inflacyjnego.

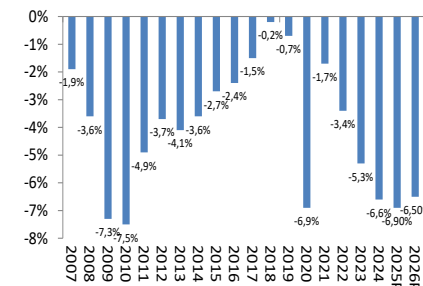
GUS skorygował w górę dynamikę **PKB** w 2024 r. do 3,0% z poprzednio podanych 2,9%.

Wykres 1. Stopa referencyjna NBP i inflacja



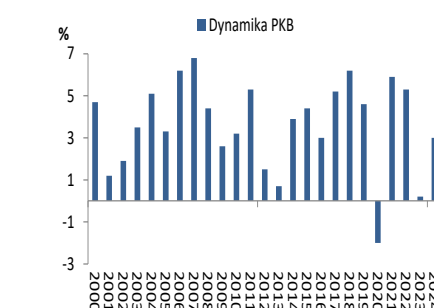
Źródło: GUS, NBP

Wykres 2. Deficyt rządowy i samorządowy



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 3. Realny PKB (dynamika r/r)



Źródło: GUS



GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
14-paź	14:00	Obroty bieżące (sie)	-1180 mln EUR		-1160 mln EUR
14-paź	14:00	Bilans handlowy (sie)	-1200 mln EUR		-1186 mln EUR
15-paź	10:00	Inflacja (wrz)	0,0% (2,9%)		0,0% (2,9%)
16-paź	14:00	Inflacja bazowa (wrz)	0,2% (3,2%)		0,2% (3,2%)

Źródło: prognozy Deutsche Bank Polska S.A., Bloomberg Finance LP

Prognozy kursów walutowych oraz stóp procentowych

	EUR/PLN	USD/PLN	CHF/PLN	GBP/PLN	EUR/USD	Stopa referencyjna	WIBOR 3M*	WIBOR 6M*	EURIBOR 3M	Fed Funds (mid)	Inflacja (Polska)	Rentowność 10L obligacji skarbowych
(koniec okresu)												
paź-25	4,275	3,623	4,524	4,873	1,180	4,50	4,52	4,41	2,03	3,875	3,0	5,40
lis-25	4,280	3,597	4,468	4,909	1,190	4,50	4,44	4,26	2,05	3,875	2,9	5,30
gru-25	4,290	3,575	4,423	4,934	1,200	4,25	4,28	4,11	2,08	3,625	2,8	5,25
sty-26	4,285	3,562	4,399	4,933	1,203	4,25	4,21	4,00	2,08	3,625	2,8	5,20
lut-26	4,280	3,540	4,376	4,917	1,209	4,00	4,14	3,90	2,08	3,625	2,6	5,15
mar-26	4,275	3,533	4,362	4,911	1,210	4,00	3,97	3,78	2,08	3,625	2,7	5,10
kwi-26	4,270	3,514	4,357	4,885	1,215	4,00	3,88	3,71	2,08	3,625	2,4	5,10
maj-26	4,278	3,507	4,321	4,892	1,220	3,75	3,80	3,64	2,08	3,625	2,7	5,00
cze-26	4,276	3,491	4,297	4,887	1,225	3,75	3,75	3,57	2,08	3,625	2,7	5,00
lip-26	4,275	3,476	4,275	4,883	1,230	3,75	3,67	3,48	2,08	3,625	2,5	5,00

* - według mapy drogowej opublikowanej przez UKNF odejście od WIBOR ma nastąpić w 2027 r.

Uwaga: W związku z wejściem w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, sposób ustalania stawek WIBOR oraz ich wysokość może ulec zmianie.

Źródło: Deutsche Bank Polska S.A.



Załącznik 1

Wyłączenie odpowiedzialności

Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie

Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że dane zawarte w niniejszej publikacji mają charakter wyłącznie informacyjny, a przedstawiona w niej treść nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, zaproszenia do składania ofert ani rekomendacji do zawarcia transakcji. Niniejsza publikacja nie może być traktowana jako doradztwo ani też nie pełni jakichkolwiek funkcji doradztwa. Wszelkie informacje wykorzystane w niniejszej publikacji zostały pozyskane ze źródeł ogólnie dostępnych, uznanych powszechnie za rzetelne. Deutsche Bank Polska S.A. dołożył należytej staranności w celu zweryfikowania i zaktualizowania informacji zamieszczonych powyżej, jednak w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za ich dokładność ani kompletność jak również za jakąkolwiek szkodę jaką Klient lub osoby trzecie mogą ponieść w wyniku decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszej publikacji.

Transakcje lub produkty tu wymienione mogą nie być adekwatne dla wszystkich inwestorów. Przed podjęciem decyzji zawarcia transakcji lub nabycia produktu Klient powinien, nie opierając się wyłącznie na informacjach przekazanych w niniejszej publikacji, w sposób niezależny ocenić ryzyko ekonomiczne transakcji i czy jest w stanie je podjąć, jej charakter podatkowy, księgowy oraz prawne konsekwencje transakcji jak również potencjalne korzyści oraz straty z nią związane jak również ocenić charakterystykę rynku. Założenia, symulacje i opinie zawarte w niniejszej publikacji stanowią własny osąd Deutsche Bank Polska S.A./osób go sporządzających aktualny w dacie publikacji tego dokumentu, który może ulec zmianie bez konieczności publikowania tego faktu. Wszelkie prognozy są oparte na założeniach dotyczących warunków rynkowych i nie ma gwarancji, że którykolwiek z prognozowanych wyników może być osiągnięty. Historyczne wyniki nie gwarantują wyników w przyszłości. Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że informacje zawarte powyżej w żadnym przypadku nie powinny być traktowane przez klienta jako rekomendacja ani doradztwo Deutsche Bank Polska S.A.

Niniejsza publikacja nie może być powielana ani dystrybuowana w jakikolwiek sposób, a w szczególności za pośrednictwem środków masowego przekazu, bez uprzedniej pisemnej zgody Deutsche Bank Polska S.A., al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000022493, NIP 676-01-07-416, REGON 350526107, kapitał zakładowy 2.368.849.384 zł (opłacony w całości).

Analyst Certification

Poglądy i opinie wyrażone w tym raporcie stanowią odzwierciedlenie własnego osądu niżej podpisanego analityka, który nie otrzymał, ani nie otrzyma jakiegokolwiek wynagrodzenia za umieszczenie konkretnej rekomendacji lub poglądu w tym raporcie.

Arkadiusz Krześniak