

Czeska inflacja coraz niżej

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Trwający *shutdown* rządu nie przeszkodził amerykańskim indeksom akcyjnym w kontynuowaniu trendu wzrostowego. Z kolei w Europie nastroje były znacznie bardziej minorowe, w szczególności we Francji, gdzie dymisja Premiera wzbudziła obawy o stabilność polityczną. W efekcie indeks CAC40 obniżył się o 1,3%, rosły rentowności francuskich obligacji rządowych. Dolar minimalnie umocnił się względem euro, zaś złoty tracił względem głównych walut, silniej wobec dolara. Rentowności amerykańskich 10-letnich Treasuries wzrosły nieznacznie, zaś rentowności krajowych papierów zwiększały przede wszystkim na krótszym końcu krzywej.
- W Stanach Zjednoczonych w normalnych okolicznościach poznalibyśmy dziś dane o bilansie handlowym w sierpniu**, jednak w związku z zawieszeniem działalności rządu (*government shutdown*) dane nie zostaną opublikowane wzorem innych publikacji w ubiegłym tygodniu. Deficyt w handlu USA w lipcu wyniósł 78,3 mld USD, zaś w sierpniu – według konsensusu – deficyt miał się zmniejszyć.
- W Niemczech opublikowane zostaną dane o zamówieniach fabrycznych w sierpniu**. Oczekiwana jest poprawa, zarówno w ujęciu miesięcznym, jak i rocznym.
- Na Węgrzech i w Czechach poznamy dane o produkcji przemysłowej w sierpniu**, której roczna dynamika, według rynkowych oczekiwań, istotnie zwolniła względem lipca, m.in. za sprawą mniejszej liczby dni roboczych niż przed rokiem.
- W krajowym kalendarzu zabraknie istotnych publikacji makro, natomiast dziś rozpocznie się posiedzenie Sejmu, na którym odbędzie się m.in. pierwsze czytanie projektu ustawy budżetowej (choć samo czytanie zaplanowane jest dopiero na czwartek).
- Na dziś zaplanowano wypowiedzi Ch.Lagarde (Prezesa EBC), J.Nagela (Prezes Bundesbanku), M.Bowman (FOMC), N.Kashkariego (Minneapolis Fed) oraz R.Bostica (Atlanta Fed, bez prawa głosu w FOMC).

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- CZE:** Według wstępnych danych inflacja CPI we wrześniu nieoczekiwanie obniżyła się do 2,3% r/r z 2,5% r/r w sierpniu przy oczekiwaniach na

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

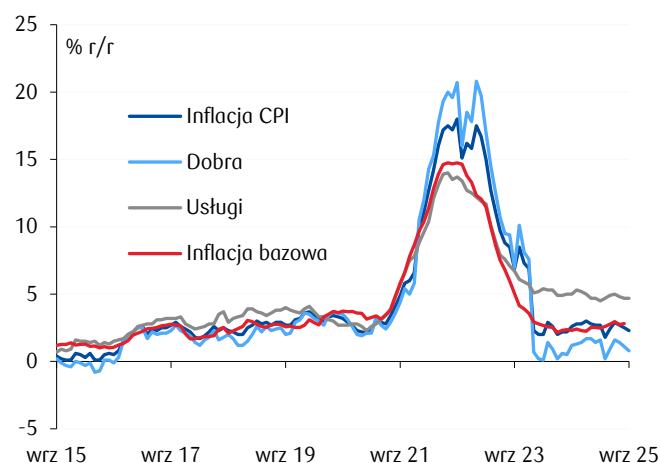
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

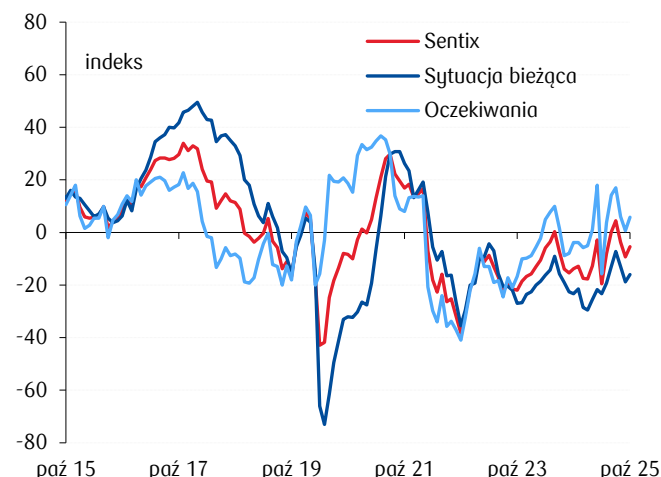
	Wartość 2025-10-06	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2555	0,0
USDPLN	3,6321	0,2
CHFPLN	4,5666	0,2
GBPPLN	4,8970	0,3
EURUSD	1,1717	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,39	12
PL5Y	4,95	6
PL10Y	5,55	3
DE10Y	2,72	2
US10Y	4,17	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 133,1	-0,8
DAX	24 378,3	0,0
S&P500	6 740,3	0,4
Nikkei**	48 171,7	5,2
Shanghai Comp.**	3 882,8	0,0
Surowce:		
Złoto	3954,76	1,9
Ropa Brent	65,47	1,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI w Czechach



Indeks Sentix w strefie euro

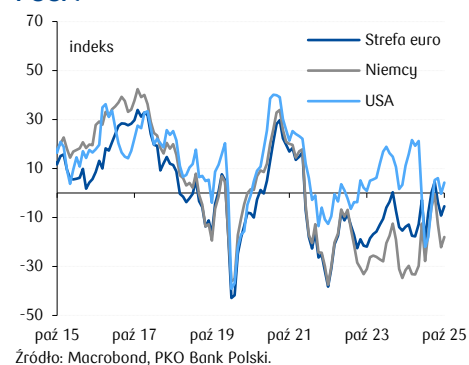


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

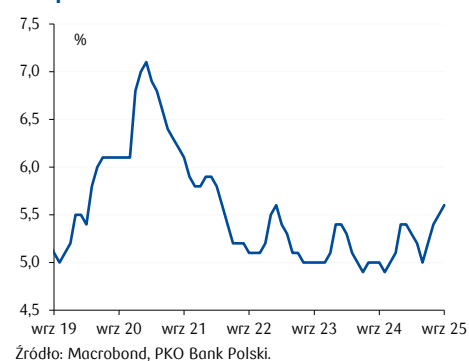
wzrost do 2,6% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny obniżyły się o 0,6%, choć rynkowy konsensus zakładał spadek o 0,3% m/m. Choć szczegółowe rozbięcie poznamy dopiero 10 października, to odczyt *flash* wskazał, że za spadek inflacji odpowiadają przede wszystkim ceny żywności. Dynamika cen w kategorii żywność, alkohol i tytoń obniżyła się do 2,9% r/r z 4,0% r/r miesiąc wcześniej, zaś nieprzetworzonej żywności do 3,4% r/r z 7,8% r/r. Jednocześnie dynamika cen energii wzrosła do -3,3% r/r z -4,4% r/r. Ceny wszystkich dóbr wzrosły o 0,8% r/r (vs 1,1% r/r w sierpniu), zaś inflacja usługowa pozostała na podwyższonym poziomie 4,7% r/r. **Inflacja bazowa we wrześniu najpewniej nie zmieniła się istotnie i pozostała blisko poziomu z poprzedniego miesiąca (2,8% r/r).** Zakładamy, że dane nie wpłyną na perspektywę CNB, który do końca roku nie zmieni stóp procentowych.

- **POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego, według szacunku Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, we wrześniu wzrosła do 5,6% z 5,5% w sierpniu, zgodnie z naszą prognozą. Liczba osób bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy w końcu września 2025 roku wyniosła 867,6 tys i była o 11,3 tys. wyższa niż w sierpniu. Był to pierwszy miesięczny wzrost liczby bezrobotnych we wrześniu od 2012. Obserwowany od czerwca wzrost liczby bezrobotnych (łącznie o 85 tys.) wynika ze zmian regulacyjnych na rynku pracy, a nie z masowych zwolnień.
- **USA:** Senat ponownie odrzucił propozycje finansowania rządu przedstawione przez Demokratów i Republikanów. Ta pierwsza przepadła stosunkiem głosów 45-55 a druga 52-42 (konieczne było zdobycie 60 głosów).
- **USA:** Prezydent D.Trump zapowiedział 25% cła na importowane ciężarówki, które miałyby wejść w życie 1 listopada. Wcześniej D.Trump zapowiadał wprowadzenie ceł od 1 października. Rozporządzenie w tej sprawie nie zostało jeszcze podpisane i nie jest jasne, czy obejmie również ciężarówki z UE, z którą USA zawarły porozumienie obejmujące 15% cła, w tym na samochody i lekkie ciężarówki.
- **FRA:** Premier Francji S.Lecornu podał się do dymisji. S.Lecornu został powołany na szefa rządu 9 września 2025, a w niedzielę ogłosił jego skład. Może on zostać najkrócej rządzącym Premierem w dziejach V Republiki, czyli od 1958, a jego rezygnacja nastąpiła jeszcze przed pierwszym posiedzeniem rządu. W poprzednich tygodniach Premier negocjował z partiami politycznymi warunki, pod jakimi poparłyby jego mniejszościowy gabinet. Chodziło w szczególności o kompromis w sprawie budżetu na 2026, który miał zawierać działania oszczędnościowe, mające opanować wysoki deficyt budżetowy i dług publiczny. Szef opozycyjnego, prawicowego Zjednoczenia Narodowego, J.Bardella, wezwał Prezydenta Francji do rozwiązania Parlamentu (a tym samym rozpisania przedterminowych wyborów). Ostatnie (również przedterminowe) wybory parlamentarne odbyły się w 2024 i nie zwiększyły stabilności politycznej – S.Lecornu to trzeci (po M.Barnierze i F.Bayrou) Premier w tej kadencji. E.Macron powiedział, że S.Lecornu ma jeszcze 48 godzin (czas do środy wieczorem) na przeprowadzenie z partiami negocjacji ostatniej szansy. Jeśli te się nie powiodą E.Macron będzie mógł albo wskazać kolejnego premiera, albo ogłosić przedterminowe wybory parlamentarne, albo samodzielnie podać się do dymisji (taki scenariusz wielokrotnie wykluczał). Czasu na decyzję nie ma wiele – budżet powinien trafić do Parlamentu najpóźniej 13 października.
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła o 1,0% r/r po wzroście o 2,1% r/r w lipcu, nieznacznie poniżej oczekiwań (kons.: 1,3% r/r). W szczególności sprzedaż żywności, napojów i tytoniu wzrosła o 0,1% r/r, produktów nieżywnościowych (z wyłączeniem paliw) o 1,9% r/r, zaś samych paliw o 0,8% r/r. W ujęciu miesięcznym sprzedaż wzrosła o 0,1% sa.

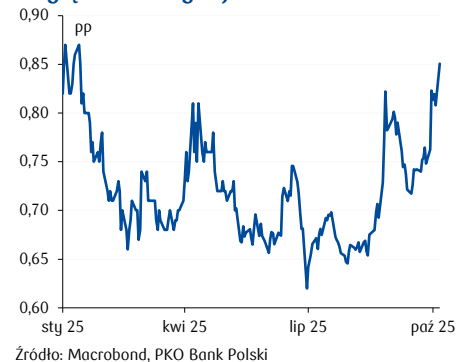
Indeks Sentix w strefie euro, Niemczech i USA



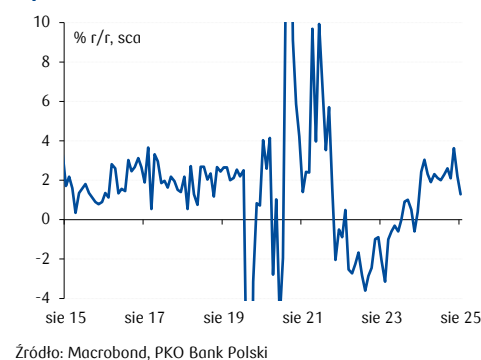
Stopa bezrobocia w Polsce



Spread rentowności 10-letnich francuskich obligacji rządowych względem obligacji niemieckich



Sprzedaż detaliczna w strefie euro



- **EUR:** Indeks nastrojów inwestorów Sentix w październiku wzrósł do -5,4 pkt. z -9,2 pkt. we wrześniu. Subindeks sytuacji bieżącej wzrósł do -16,0 pkt. z -18,8 pkt., zaś wskaźnik oczekiwań wzrósł do 5,8 pkt. z 0,8 pkt. miesiąc wcześniej. Wzrost indeksu w październiku nie odrobił w pełni spadku z września, a sam indeks pozostaje ujemny i poniżej wieloletniej, przedpandemicznej średniej. W październiku poprawiły się także indeksy dla Niemiec, Austrii i Szwajcarii, a także dla USA, choć pozostają poniżej poziomu z sierpnia. Zawieszenie działalności rządu w USA nie miało istotnego wpływu na zmianę indeksu.
- **POL:** Według BIK popyt na kredyty mieszkaniowe we wrześniu wzrósł o 42,2% r/r przy wzroście liczby wniosków o kredyty mieszkaniowe o 40,2% r/r. Średnia wartość wnioskowanego kredytu wyniosła 472,52 tys. PLN. Rosnący popyt na kredyt mieszkaniowy to efekt spadku stóp procentowych i oczekiwań dot. kolejnych obniżek, przy solidnym wzroście wynagrodzeń.
- **ROM:** Sprzedaż detaliczna (po wyłączeniu handlu pojazdami) w sierpniu spadła o 4,0% r/r (-2,1% r/r sca). W szczególności sprzedaż żywności, napojów i tytoniu obniżyła się o 6,0% r/r, dóbr nieżywnościowych o 3,2% r/r, zaś paliw o 2,3% r/r. W ujęciu miesięcznym spadek sprzedaży w surowych danych wyniósł 7,2%, zaś po odsezonowaniu 4,0%. Spadek sprzedaży był najpewniej konsekwencją wzrostu stawki VAT od 1 sierpnia z 19% do 21%.
- **HUN:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła o 2,4% r/r (ca) wobec wzrostu o 1,7% r/r w lipcu. Sprzedaż żywności była wyższa o 2,3% r/r, a dóbr nieżywnościowych o 4,9% r/r. Sprzedaż w internecie i na odległość wzrosła o 6,6% r/r, a na stacjach paliw o 2,2% r/r. Wolumen sprzedaży pojazdów i części motoryzacyjnych (nie wliczany do sprzedaży detalicznej) zwiększył się o 9,6% r/r. W ujęciu miesięcznym wzrost sprzedaży wyniósł 0,8%.
- **POL:** Minister Finansów i Gospodarki A.Domański powiedział, że nie ocenia polityki prowadzonej przez RPP, ale faktem jest, że inflacja w Polsce bardzo szybko spada, a stopy procentowe są wciąż wysokie. Dodał, że na ten moment nie widać konieczności nowelizacji ustawy budżetowej na 2025, a dynamika wpływów do budżetu za wrzesień była satysfakcjonująca.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 5 października podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 52,4% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 3 października						
GER: PMI w usługach (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,3	52,5	--	51,5
EUR: PMI w usługach (wrz., rew.)	10:00	pkt.	50,5	51,4	--	51,3
EUR: Inflacja PPI (sie.)	11:00	% r/r	0,2	-0,3	--	-0,6
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys.	22	50	40	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,3	4,3	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	--
Poniedziałek, 6 października						
ROM: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:00	% r/r	3,5	--	--	-2,2
HUN: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:30	% r/r	1,7	1,9	--	2,4
CZE: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,6	2,6	2,3
EUR: Indeks Sentix (paź.)	10:30	pkt.	-9,2	-7,7	--	-5,4
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie.)	11:00	% r/r	2,1	1,3	--	1,0
Wtorek, 7 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie.)	8:00	% m/m	-2,9	1,4	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sie.)	8:00	% r/r	-3,4	3,0	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:30	% r/r	-1,0	-2,8	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:00	% r/r	4,9	0,7	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-78,3	-61,0	--	--
Środa, 8 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% m/m	1,3	-1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	1,5	-0,4	--	--
HUN: Inflacja CPI (wrz.)	8:30	% r/r	4,3	4,4	4,5	--
CZE: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	4,5	4,5	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,75	4,63*	4,75	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Czwartek, 9 października						
GER: Eksport (sie.)	8:00	% m/m	-0,6	0,2	--	--
GER: Import (sie.)	8:00	% m/m	-0,1	-0,7	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	--	--	227	--	--
Piątek, 10 października						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
ROM: Saldo handlowe (sie.)	8:00	mld EUR	-2,6369	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (wrz., rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź., wst.)	16:00	pkt.	55,1	54,0	--	--

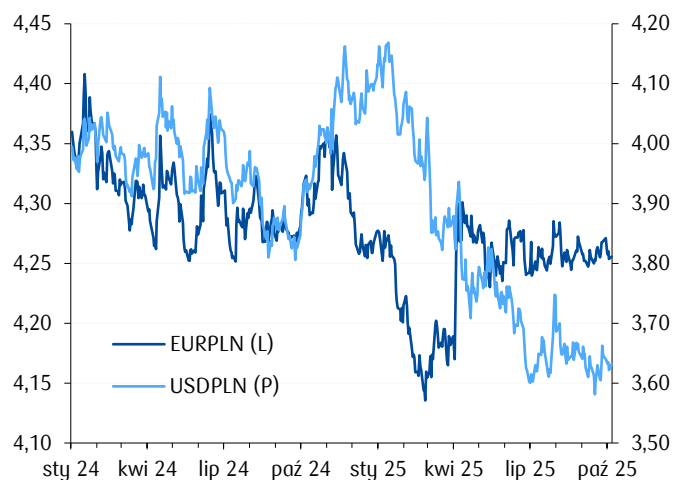
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

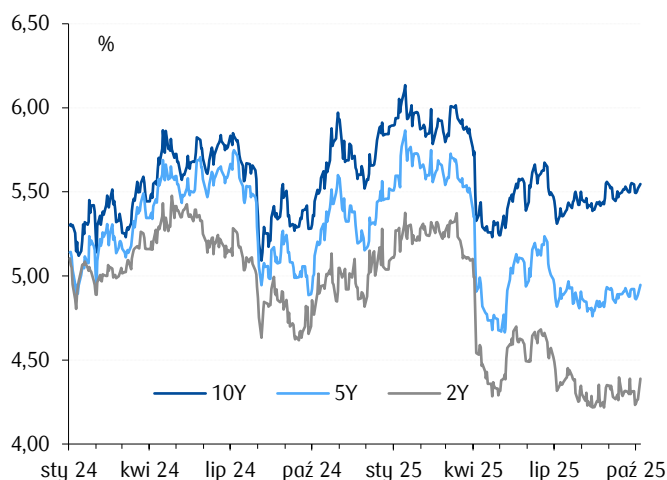
		Wartość 2025-10-06	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2555	0,0	-0,4	0,2	-1,6	-11,8
	USDPLN	3,6321	0,2	-0,2	0,4	-7,8	-26,1
	CHFPLN	4,5666	0,2	0,0	0,2	-0,7	-7,9
	GBPPLN	4,8970	0,3	0,2	0,1	-5,0	-12,0
	EURUSD	1,1717	-0,2	-0,1	-0,2	6,8	19,3
	EURCHF	0,9319	-0,2	-0,4	0,0	-0,8	-4,2
	GBPUSD	1,3480	0,1	0,5	-0,4	3,1	19,5
	USDJPY	149,98	1,7	0,9	1,5	1,2	3,8
	EURCZK	24,32	0,3	0,1	-0,2	-4,1	-0,9
	EURHUF	389,03	0,1	-0,6	-1,1	-3,3	-7,6
Obligacje	PL2Y	4,39	12	7	12	-51	-306
	PL5Y	4,95	6	3	11	-26	-233
	PL10Y	5,55	3	0	10	3	-145
	DE2Y	2,01	-1	-2	8	-23	41
	DE5Y	2,30	0	-1	10	19	56
	DE10Y	2,72	2	1	8	47	82
	US2Y	3,60	2	-3	10	-39	-51
	US5Y	3,75	4	1	18	-11	-13
	US10Y	4,17	4	2	12	14	52
Akcje	WIG	107 133,1	-0,8	0,6	-0,4	30,7	131,3
	WIG20	2 838,1	-0,9	0,2	-0,9	23,9	104,6
	S&P500	6 740,3	0,4	1,2	3,8	18,3	83,2
	NASDAQ100	24 978,6	0,8	1,5	5,1	26,1	122,4
	Shanghai Composite**	3 882,8	0,0	0,5	1,5	16,4	28,4
	Nikkei**	48 216,7	5,3	7,0	10,5	22,6	83,9
	DAX	24 378,3	0,0	2,7	2,4	27,6	99,7
	VIX	19,10	-0,8	7,6	3,0	-7,5	-36,0
Surowce	Ropa Brent	65,5	1,5	-3,7	-0,8	-19,1	-26,3
	Ropa WTI	62,5	1,4	-2,8	-0,2	-19,6	-25,7
	Złoto	3954,8	1,9	3,4	8,5	49,7	133,8

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski, *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

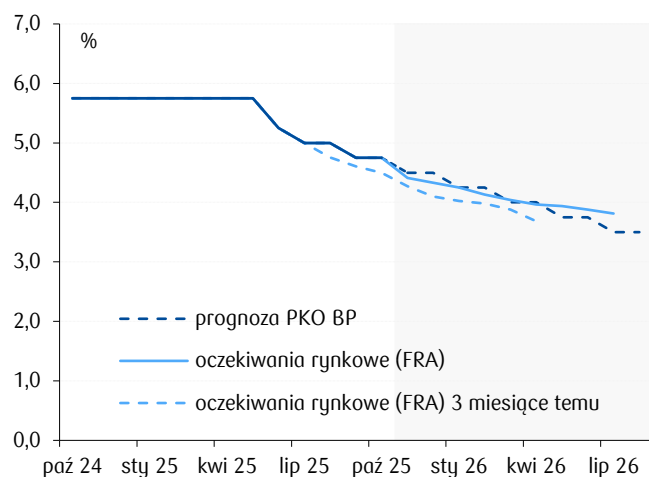
Notowania złotego wobec głównych walut



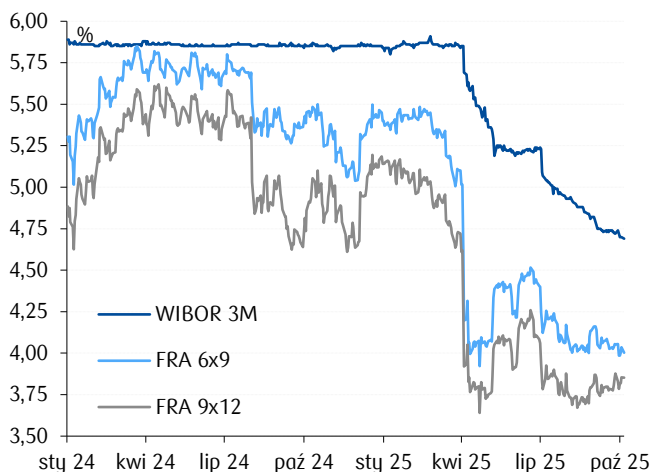
Rentowności polskich obligacji skarbowych



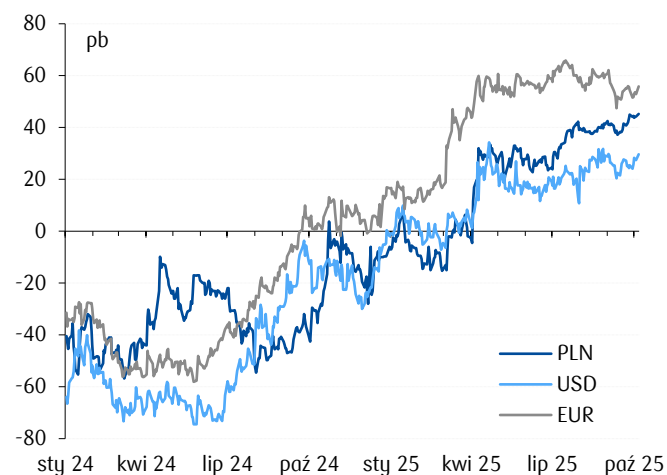
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



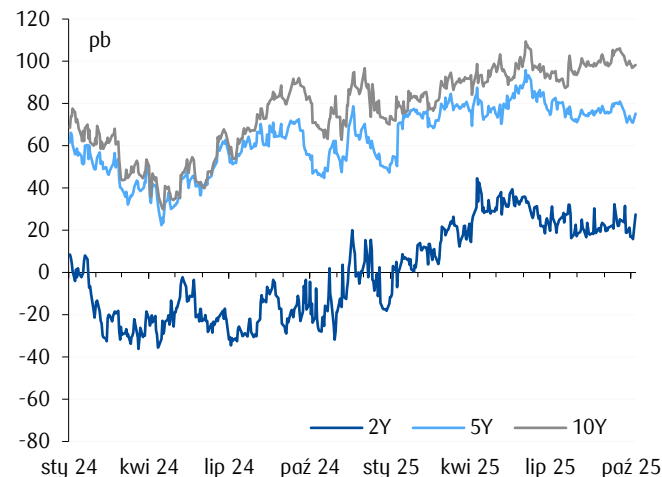
Krótkoterminowe stopy procentowe



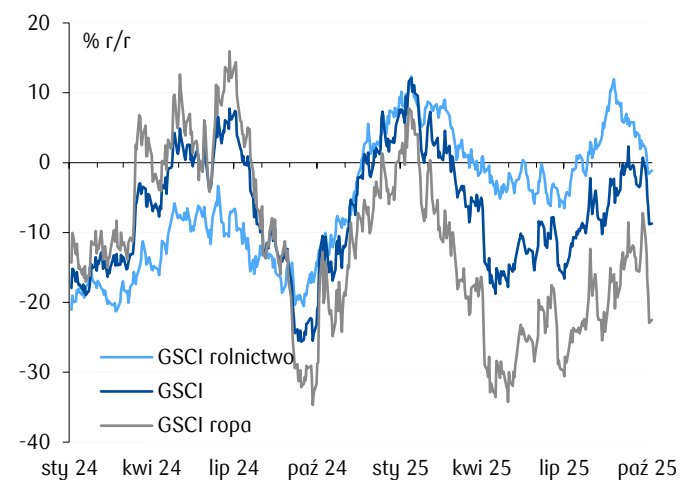
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



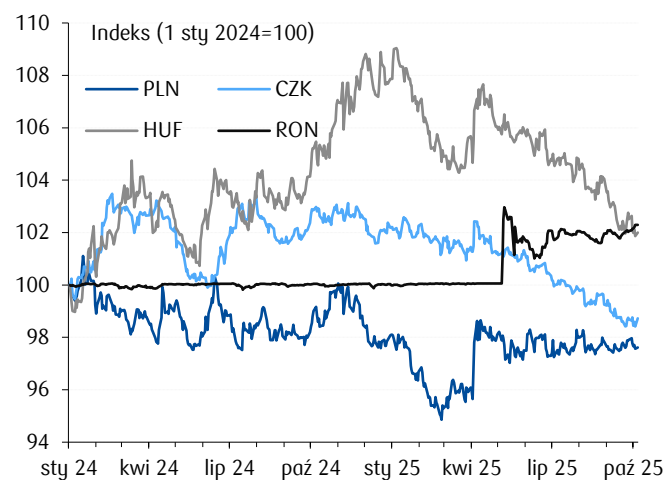
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.