

Obniżka stóp w listopadzie nie jest wykluczona

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- W obliczu braku istotnych danych zmienność na światowych rynkach była wczoraj ograniczona. Dolar pozostawał względnie stabilny wobec głównych walut, a rentowności obligacji na rynkach bazowych marginalnie wzrosły. W kraju wydarzeniem dnia była konferencja Prezesa NBP, która wzmocniła oczekiwania na obniżki stóp procentowych w listopadzie. Rentowności polskich obligacji nieznacznie się obniżyły, zwłaszcza na krótszym końcu krzywej. Złoty marginalnie osłabił się względem głównych walut (EURPLN wzrósł do 4,26, a USDPLN w okolice 3,68).
- Dzisiaj globalnie istotną publikacją jest październikowy indeks Uniwersytetu Michigan z USA, który jako niepublikowany przez agencję federalną, będzie jednym z nielicznych wskaźników dostępnych dla FOMC przed kolejną decyzją w sprawie stóp procentowych (29 października). Dane za wrzesień pokazały pogorszenie nastrojów konsumentów przy zwiększeniu się obaw o sytuację na rynku pracy i wzroście oczekiwań inflacyjnych. Utrzymanie tych obaw może zwiększać niepewność co do dalszych decyzji Fed, który z jednej strony dostrzega ryzyka dla rynku pracy, a z drugiej nie może pozwolić na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie. Konsensus zakłada, że październik był kolejnym miesiącem pogorszenia koniunktury konsumenckiej. Z punktu widzenia FOMC interesujące mogą być jednak przede wszystkim źródła tego pogorszenia.
- W regionie EŚiW poznamy dane o PKB z Rumunii, który zgodnie według oczekiwań w 2q25 wzrósł o 0,3% r/r, oraz inflację CPI z Czech, która wg wstępnych danych we wrześniu obniżyła się do 2,3% r/r wobec 2,5% r/r w sierpniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Prezes NBP na konferencji prasowej stwierdził, że w br. RPP znacząco złagodziła politykę pieniężną, obniżając stopy łącznie o 125 pb. Oceniał, że Rada pozostaje ostrożna i bierze pod uwagę czynniki ryzyka, które ograniczają, ale nie zamykają przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Prezes zwrócił uwagę, że inflacja, pomimo spadku, przekracza cel 2,5%, a inflacja bazowa uparcie pozostaje powyżej celu. Ceny energii elektrycznej zostały zamrożone do końca tego roku, ale ich odmrożenie w styczniu może

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

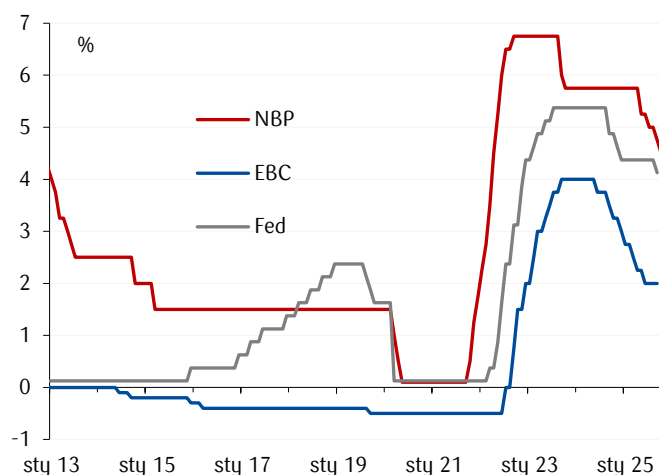
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

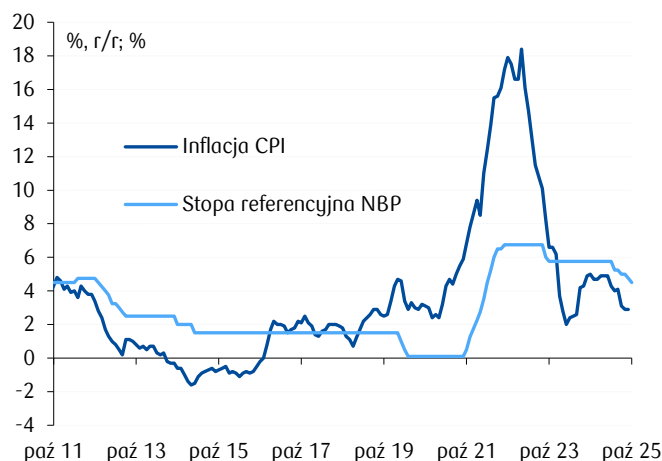
	Wartość 2025-10-09	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2553	0,1
USDPLN	3,6742	0,4
CHFPLN	4,5674	-0,1
GBPPLN	4,8986	-0,1
EURUSD	1,1582	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,19	-1
PL5Y	4,85	-2
PL10Y	5,49	-1
DE10Y	2,70	3
US10Y	4,14	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 019,3	-0,3
DAX	24 611,3	0,1
S&P500	6 735,1	-0,3
Nikkej**	47 998,3	-1,2
Shanghai Comp.**	3 910,4	-0,6
Surowce:		
Złoto	4026,03	-0,3
Ropa Brent	65,22	-1,6

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.

Stopy NBP na tle polityki Fed i EBC*



Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP

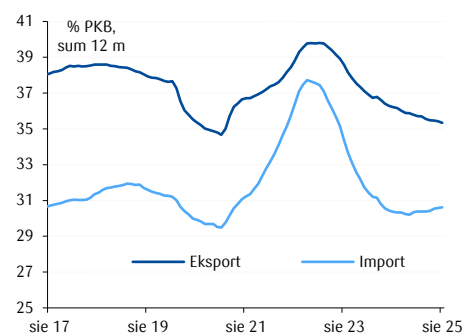


Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski, * dla EBC stopa depozytowa, dla Fed środek docelowego przedziału wahań stopy Fed Funds.

podbić inflację o 0,3-0,4pp. Ryzykiem dla inflacji w średnim terminie jest też wprowadzenie systemu ETS2, które w ocenie NBP mogłoby podwyższyć CPI w 2027nawet o 2pp. Obniżaniu inflacji nie sprzyjają również rosnący popyt w gospodarce oraz dynamika płac przekraczająca wzrost wydajności pracy. Ponadto, polityka fiskalna jest luźna i proinflacyjna, ograniczając przestrzeń do obniżek stóp. Prezes powtórzył, że kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenia, a obniżka w październiku nie przesądza o kolejnej w listopadzie, ale też jej nie wyklucza. A.Głapiński ocenił, że „**stopy zostaną obniżone tak mocno, jak to jest możliwe**” i **jeśli utrzymają się dobre dane, to przestrzeń na listopadową obniżkę „być może jest”**. Stwierdził także, że członkowie RPP są jeszcze skłonni do niewielkich (po 25pb) obniżek stóp. Przestrzeń do nich nie jest już jednak duża, a docelowo stopy mogą spaść wg Prezesa NBP w okolice 4,00%. A.Głapiński zwrócił także uwagę, że listopadowa projekcja zwiększy luksus podejmowania decyzji oraz, że w grudniu zwyczajowo stopy dotychczas nie były zmieniane. Z przekazu wynika, że **w RPP jest wola obniżki stóp w listopadzie o 25pb, o ile dane o inflacji, wynagrodzeniach oraz nowa projekcja nie zaskoczą negatywnie**.

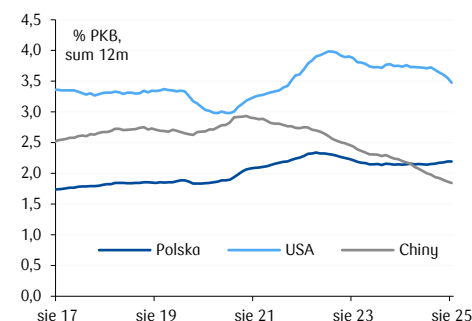
- **EUR:** Z opisu dyskusji na wrześniowym posiedzeniu EBC wynika, że w przekonaniu decydentów poziom stóp jest odpowiedni, by zapobiegać ewentualnym wstrząsom, a próg do dalszych obniżek pozostaje wysoki. Ryzyka inflacyjne są w ocenie Rady Prezesów względnie zrównoważone, a dalsze decyzje będą zależne od danych. We wrześniu rozważano kolejną obniżkę stóp (aby zapewnić, że inflacja nie spadnie trwale poniżej celu), ale ostatecznie się na nią nie zdecydowano w związku z utrzymującym się równoważnym ryzykiem przyspieszenia wzrostu cen. Ostatecznie decyzja została podjęta jednomyślnie. Niewielka obniżka byłaby w ocenie EBC uzasadniona przy wzroście ryzyka długotrwałego spadku inflacji poniżej celu. W *minutes* podkreślono, że przy bardziej niż zwykle niepewnych perspektywach inflacji i ryzyku dużych wstrząsów po obu stronach, ważne jest zachowanie pełnej opcjonalności i gotowości do szybkiej reakcji na duże szoki. Komunikacja powinna pozostać ostrożna, neutralna i nieprzesądzająca o przyszłych decyzjach. Bazowym scenariuszem wydaje się być w tym kontekście brak zmian stóp w najbliższym czasie, choć nie wykluczamy jeszcze jednej obniżki o 25pb w br.
- **GER:** Spadki eksportu i importu w sierpniu pogłębiły się, a wolumen handlu zagranicznego był niższy niż oczekiwano. Eksport w sierpniu obniżył się o 0,5% m/m za sprawą spadku sprzedaży do USA i UE (w obu przypadkach o 2,5% m/m). Eksport do państw spoza UE wzrósł natomiast o 2,2% m/m, w tym mimo trwającej w ostatnich miesiącach tendencji spadkowej zwiększył się eksport do Chin (w sierpniu o 5,4% m/m). Utrzymała się też tendencja wzrostowa eksportu do Polski, która od grudnia 2024 jest większym importerem niemieckich towarów niż Chin (w ujęciu 12-mies. średniej). Import zmniejszył się w sierpniu o 1,3% m/m, przy spadku importu z Chin i Polski oraz wzroście zakupów z USA.
- **POL:** Liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS na koniec sierpnia wzrosła o 7,2% r/r do 1,251 mln, w tym liczba Ukraińców zwiększyła się o 6,9% r/r do 826,3 tys.
- **CHN:** Ministerstwo handlu i administracja celna ogłosiły wprowadzenie kontroli eksportu pięciu kolejnych metali ziem rzadkich i wielu powiązanych produktów oraz technologii wydobywania. Restrykcje, które będą obowiązywać od 8 listopada, obejmują metale kluczowe w nowoczesnych technologiach ze względu na unikalne właściwości magnetyczne, optyczne i luminescencyjne.
- **USA:** Amerykański Senat w czwartek po raz siódmy nie zdołał przegłosować prowizorium budżetowego, co oznacza dalszy paraliż

Eksport i import Niemiec



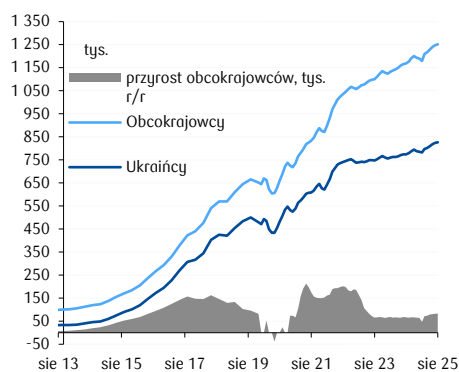
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Eksport Niemiec do Polski, USA i Chin



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Obcokrajowcy ubezpieczeni w ZUS



Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

funkcjonowania administracji federalnej. Jeśli *government shutdown* nie zakończy się do końca tygodnia, będzie to oznaczać, że ponad milion pracowników federalnych nie otrzyma na czas wynagrodzeń (pensje otrzymują 10. dnia miesiąca).

- **USA:** Sekretarz Skarbu S.Bessent poinformował, że Stany Zjednoczone dokonały bezpośredniego zakupu pesos i sfinalizowały linię swapa walutowego z argentyńskim bankiem centralnym. Dodał, że jego resort jest przygotowany na podejmowanie nadzwyczajnych środków w celu stabilizacji rynków.
- **USA/ISR/PSE:** Izraelski rząd zatwierdził pierwszą fazę planu pokojowego dla Strefy Gazy. Oznacza to formalne przyjęcie umowy i początek zawieszenia broni. Izrael w ciągu 24 godzin ma wycofać wojska na ustaloną linię w Strefie Gazy, a Hamas ma w ciągu 72 godzin uwolnić wszystkich izraelskich zakładników.

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	-2,7	1,4	--	-0,8
GER: Zamówienia w przemyśle (sie.)	8:00	% r/r	-3,3	3,0	--	1,5
HUN: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:30	% r/r	-1,1	-2,8	--	-7,3
CZE: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:00	% r/r	4,9	0,7	--	-1,3
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	--	-4,3
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	1,5	-0,4	--	-3,9
HUN: Inflacja CPI (wrz.)	8:30	% r/r	4,3	4,4	4,5	4,3
CZE: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	4,5	4,5	--	4,55
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,75	4,63*	4,75	4,50
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Czwartek, 9 października						
GER: Eksport (sie.)	8:00	% m/m	-0,2	0,2	--	-0,5
GER: Import (sie.)	8:00	% m/m	-0,7	-0,7	--	-1,3
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.

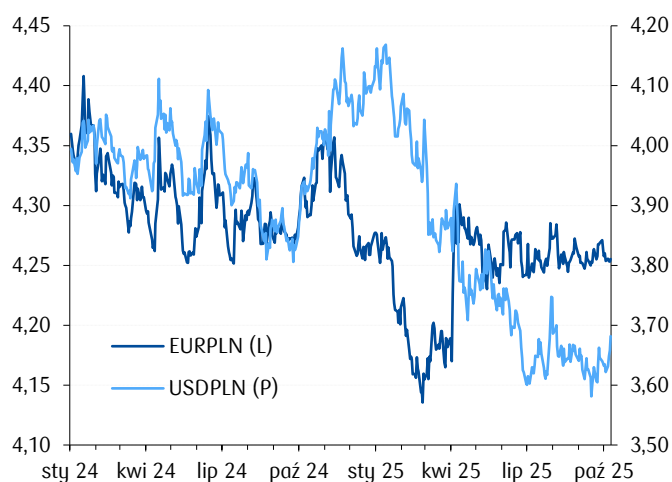
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

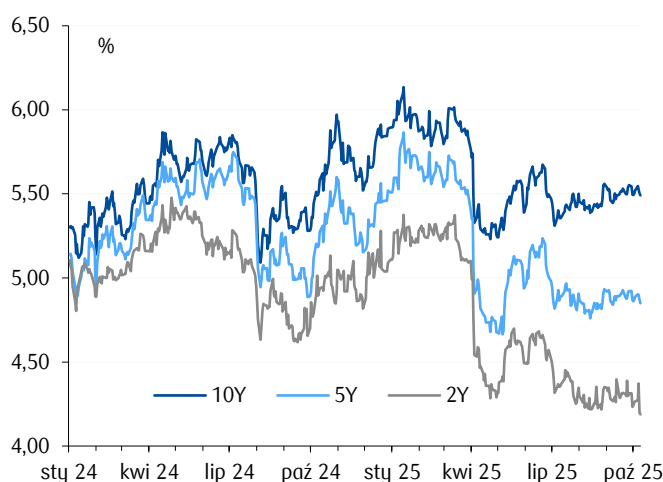
		Wartość 2025-10-09	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2553	0,1	-0,1	0,0	-1,1	-12,8
	USDPLN	3,6742	0,4	1,0	1,3	-6,7	-25,9
	CHFPLN	4,5674	-0,1	0,3	0,2	-0,5	-8,9
	GBPPLN	4,8986	-0,1	0,3	-0,5	-4,6	-12,1
	EURUSD	1,1582	-0,3	-1,1	-1,2	6,0	17,7
	EURCHF	0,9317	0,1	-0,4	-0,2	-0,6	-4,3
	GBPUSD	1,3333	-0,7	-0,7	-1,7	2,2	19,1
	USDJPY	153,04	0,3	3,9	4,0	2,9	5,6
	EURCZK	24,35	-0,1	0,2	-0,1	-3,9	-0,7
	EURHUF	391,35	0,0	0,5	-0,1	-2,4	-7,4
Obligacje	PL2Y	4,19	-1	-7	-7	-72	-318
	PL5Y	4,85	-2	-2	-2	-35	-258
	PL10Y	5,49	-1	-1	2	-2	-171
	DE2Y	2,00	1	-1	1	-24	22
	DE5Y	2,30	3	0	4	18	35
	DE10Y	2,70	3	1	5	45	62
	US2Y	3,60	1	5	6	-38	-65
	US5Y	3,74	1	6	15	-16	-32
	US10Y	4,14	1	6	13	7	32
Akcje	WIG	108 019,3	-0,3	0,3	0,9	30,7	128,4
	WIG20	2 874,3	-0,1	0,4	0,6	24,5	102,7
	S&P500	6 735,1	-0,3	0,3	2,2	16,5	79,9
	NASDAQ100	25 098,2	-0,2	0,8	4,6	24,0	118,5
	Shanghai Composite**	3 910,4	-0,6	0,7	0,9	18,4	29,3
	Nikkei**	47 993,2	-1,2	6,8	8,2	21,9	75,7
	DAX	24 611,3	0,1	0,8	3,8	28,1	97,4
	VIX	19,25	0,2	-0,5	7,0	-1,5	-35,5
Surowce	Ropa Brent	65,2	-1,6	1,7	-1,7	-17,9	-30,9
	Ropa WTI	62,4	-1,6	1,8	-0,6	-18,4	-29,9
	Złoto	4026,0	-0,3	5,0	10,9	53,4	135,1

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

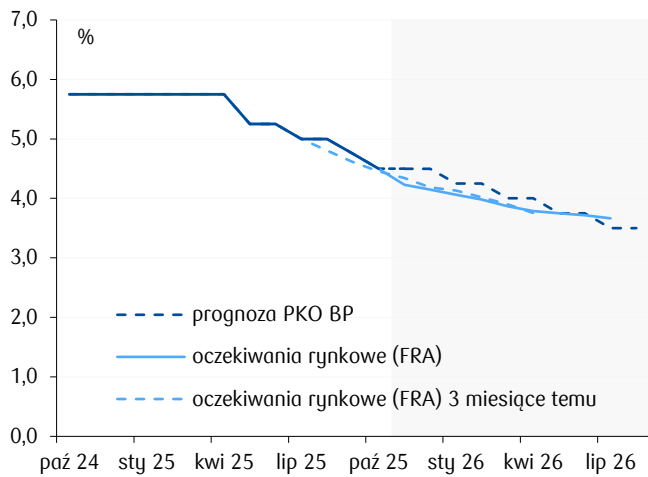
Notowania złotego wobec głównych walut



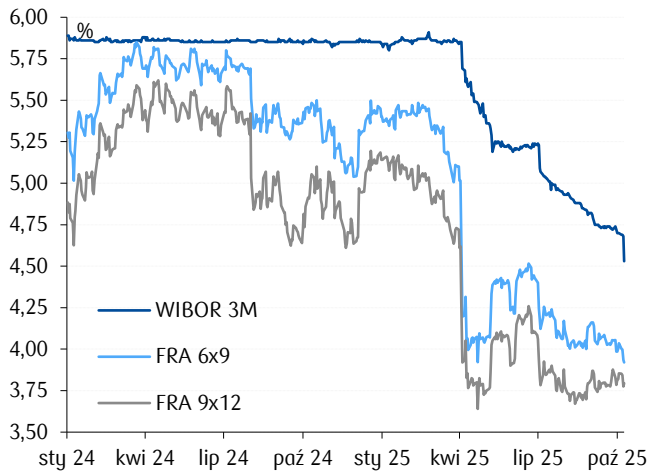
Rentowności polskich obligacji skarbowych



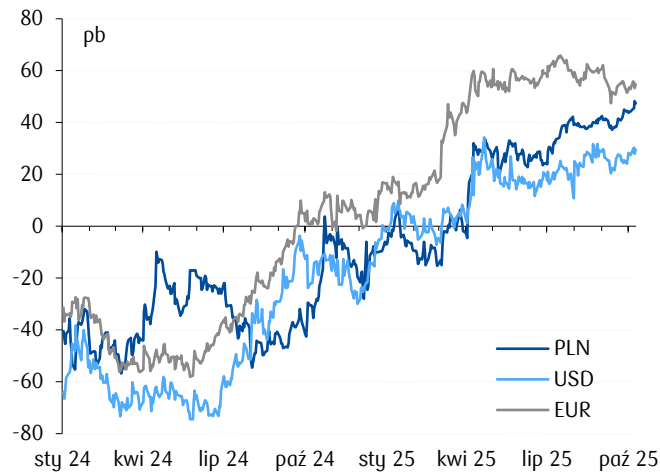
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



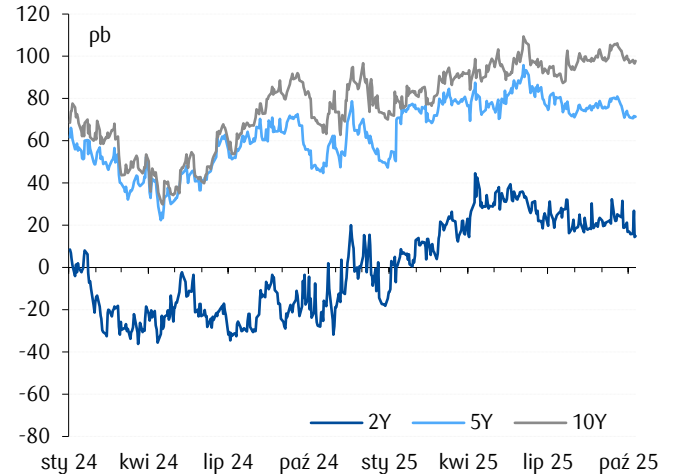
Krótkoterminowe stopy procentowe



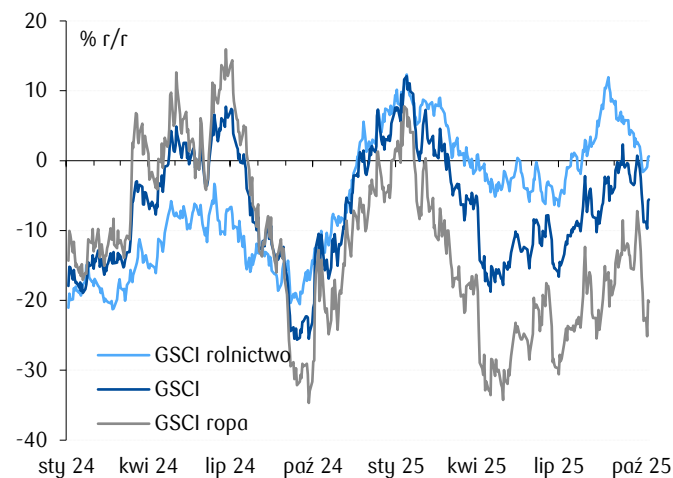
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



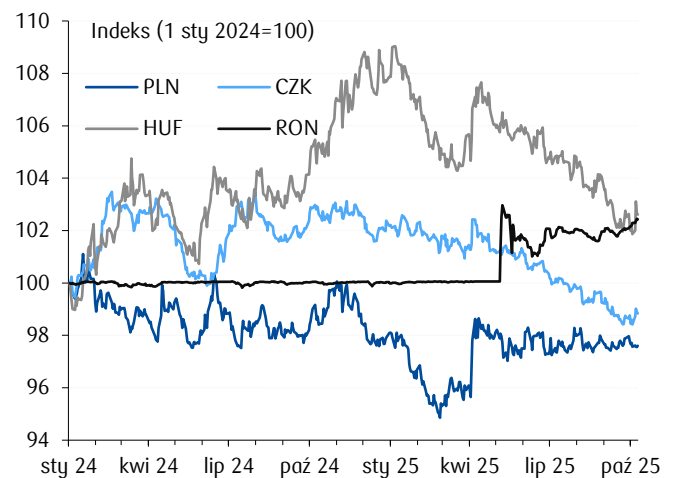
Spread asset swap dla PLN



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.

