

Nobel za kreatywną destrukcję

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł poprawę nastrojów inwestorów po tym jak USA i Chiny zasugerowały gotowość do utrzymania rozmów handlowych, a Hamas uwolnił wszystkich izraelskich zakładników. Rynki w USA były wczoraj zamknięte z okazji Dnia Kolumba. Rentowności obligacji europejskich oraz kontrakty terminowe na amerykańskie *Treasuries* lekko spadły. Na krajowym rynku walutowym złoty marginalnie umocnił się, a EURPLN pod koniec dnia spadł poniżej 4,26. Rentowności polskich obligacji obniżały się.
- Dziś najważniejsze publikacje to październikowy indeks nastrojów ZEW i finalne wrześniowe dane o inflacji z Niemiec, a także informacje o bilansie płatniczym Polski. Ponadto, MFW opublikuje aktualizację prognoz dla światowej gospodarki. Ciekawe będą również wystąpienia przedstawicieli Fed (M.Bowman, J.Powell, Ch.Waller, S.Collins) oraz EBC (F.Villeroy de Galhau, P.Cipollone).
- Indeks nastrojów ZEW w październiku zgodnie z prognozami może wzrosnąć do 41 pkt. z 37,3 pkt. we wrześniu. Ostatnie dane pokazały utrzymywanie się słabych nastrojów bieżących wśród analityków i ostrożny optymizm dotyczący oczekiwań na kolejne miesiące.
- Inflacja HICP w Niemczech wg wstępnych danych we wrześniu wzrosła do 2,4% r/r.
- Deficyt rachunku obrotów bieżących Polski w sierpniu według konsensusu utrzymał się na poziomie zbliżonym do lipca (-1,335 mld EUR), a według naszej prognozy nawet nieco się pogłębił (do -1,48 mld EUR). Zakładamy, że eksport wzrósł o 2,8% r/r (w skali podobnej jak w lipcu) a dynamika importu spadła do 1,4% r/r (z 3,0% r/r w lipcu). Ograniczająco na popyt krajowy i wolumen handlu w sierpniu działała mniejsza niż przed rokiem liczba dni roboczych. Ponadto, pod koniec sierpnia do Polski dotarły dostawy czołgów K2 i armatohaubic K9 z Korei Płd., które mogły zostać uwzględnione już w sierpniowych statystykach importu.
- Sierpniowe dane o bilansie płatniczym opublikowane zostaną również w Czechach, gdzie zakładana jest poprawa salda obrotów bieżących względem lipca.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

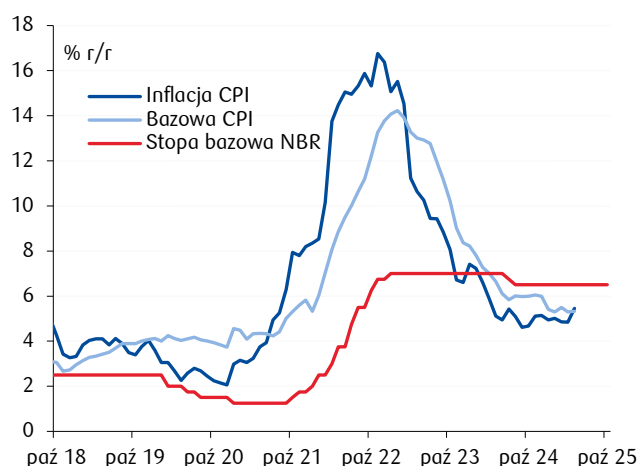
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

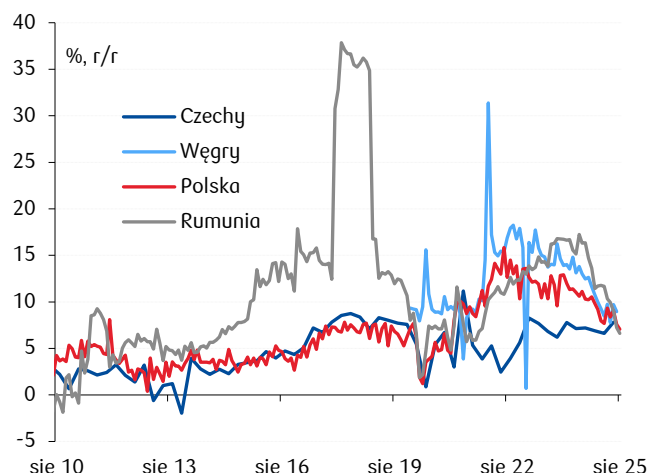
	Wartość 2025-10-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2593	-0,1
USDPLN	3,6842	0,0
CHFPLN	4,5749	-0,1
GBPPLN	4,9092	0,2
EURUSD	1,1561	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,16	-13
PL5Y	4,83	1
PL10Y	5,42	-5
DE10Y	2,63	0
US10Y	4,05	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 846,1	-0,1
DAX	24 387,9	0,6
S&P500	6 654,7	1,6
Nikkei**	46 810,9	-2,7
Shanghai Comp.**	3 875,9	-0,5
Surowce:		
Złoto	4097,05	2,2
Ropa Brent	63,32	0,9

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 w Rumunii na tle stopy NBR



Dynamika wynagrodzeń w krajach EŚiW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **ŚWIAT:** Tegoroczna Nagroda Nobla w dziedzinie ekonomii przyznana została za badania nad wpływem technologii na zrównoważony wzrost gospodarczy i trafiła do J.Mokry, P.Aghiona oraz P.Howitta. J.Mokyr z Northwestern University w Illinois w USA korzystając z materiałów historycznych, starał się odkryć, dlaczego trwały wzrost gospodarczy stał się czymś powszechnym i wykazał, że aby innowacje mogły następować po sobie w samowzmacniającym się procesie, potrzebna jest nie tylko praktyczna wiedza o tym, że coś działa, ale również naukowe zrozumienie, dlaczego tak się dzieje. Tego drugiego często brakowało przed rewolucją przemysłową, co utrudniało rozwijanie nowych odkryć i wynalazków. J.Mokyr podkreślał także znaczenie społecznej otwartości na nowe idee i gotowości do zmian. Z kolei P.Aghion z paryskiego Collège de France, uczelni INSEAD oraz London School of Economics and Political Science i P.Howitt, z Brown University w stanie Rhode Island w USA badali mechanizmy stojące za trwałym wzrostem. W artykule z 1992 opracowali matematyczny model twórczej destrukcji – procesu, w którym pojawienie się nowego, lepszego produktu sprawia, że firmy sprzedające starsze rozwiązania tracą swoją pozycję.
- **ŚWIAT:** Porozumienie między Izraelem i Hamasem o zawieszeniu broni jest realizowane. Hamas uwolnił wszystkich pozostałych, żyjących izraelskich zakładników przetrzymywanych w Strefie Gazy. Izrael zwolnił niemal 2000 uwięzionych Palestyńczyków.
- **USA:** A.Paulson (Philadelphia Fed, bez prawa głosu) powiedziała, że jest za dwiema kolejnymi obniżkami stóp procentowych o 25pb. w tym roku. Dodała, że nie widzi warunków – zwłaszcza na rynku pracy – które mogłyby zamienić wzrost cen wywołany cłami w trwałą inflację. Wystąpienie A.Paulson było jej pierwszym publicznym komentarzem na temat polityki pieniężnej od czasu objęcia w lipcu stanowiska prezes filadelfijskiego oddziału Fed.
- **ROM:** Inflacja CPI we wrześniu wyniosła 9,88% r/r, tylko nieznacznie przyspieszając wobec 9,85% w sierpniu. To najwyższa roczna dynamika cen od czerwca 2023, ale wynik okazał się niższy od mediany prognoz ekonomistów w ankiecie Bloomberga (10,10%). W ujęciu miesięcznym inflacja wyhamowała mocniej od oczekiwań (obniżając się do 0,36% z 2,10%), głównie za sprawą umiarkowanej deflacji cen żywności oraz wygasania efektów sierpniowej podwyżki stawki VAT.
- **ROM:** Wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sierpniu spowolnił do 4,4% r/r z 5,2% w lipcu. To najniższy roczny wzrost od maja 2020, odzwierciedlający brak nowych podwyżek płac w sektorze publicznym i zmian płacy minimalnej, a także większe zatrudnianie w sektorze prywatnym na niższych poziomach wynagrodzeń.
- **POL:** PGZ oraz Rheinmetall podpisały porozumienie o utworzeniu spółki joint venture. Jego celem jest stworzenie Europejskiego Centrum Wozów Wsparcia do produkcji wozów na potrzeby polskich Sił Zbrojnych (opancerzonego wozu zabezpieczenia technicznego, opancerzonego wozu inżynieryjnego z funkcją rozminowywania oraz mostu towarzyszącego na podwoziu opancerzonym).
- **UE:** Państwa UE zaakceptowały nową umowę handlową z Ukrainą. Porozumienie obejmuje zobowiązanie Ukrainy do stopniowego dostosowania produkcji rolnej do standardów unijnych oraz obniżenie lub zniesienie ceł UE na niektóre towary rolne. Porozumienie przewiduje mechanizm ochronny, który może zostać uruchomiony przez każdą ze stron w przypadku zakłóceń rynkowych. W odniesieniu do produktów szczególnie wrażliwych dostęp do rynku unijnego pozostanie ograniczony i będzie rozszerzany stopniowo. Ukraina ma dostosować się do unijnych norm w zakresie dobrostanu zwierząt, stosowania pestycydów i leków weterynaryjnych do 2028.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 października						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	0,3
ROM: Saldo handlowe (sie.)	8:00	mld EUR	-2,6369	--	--	-2,6
CZE: Inflacja CPI (wrz., rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,3	--	2,3
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., wst.)	16:00	pkt.	55,1	54,0	--	55,0
Poniedziałek, 13 października						
ROM: Wynagrodzenie (sie.)	8:00	% r/r	5,2	--	--	4,4
ROM: Inflacja CPI (wrz.)	8:00	% r/r	9,85	10,10	--	9,88
Wtorek, 14 października						
GER: Inflacja CPI (wrz., rew.)	8:00	% r/r	2,2	2,4	--	--
GER: Inflacja HICP (wrz., rew.)	8:00	% r/r	2,1	2,4	--	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	10:00	mld CZK	-14,94	3,7	--	--
GER: Indeks instytutu ZEW (paż.)	11:00	pkt.	37,3	41,1	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	14:00	mld EUR	-1,335	-1,300	-1,480	--
POL: Eksport (sie.)	14:00	% r/r	2,7	2,7	2,8	--
POL: Import (sie.)	14:00	% r/r	3,0	-0,8	1,4	--
Środa, 15 października						
CHN: Inflacja PPI (wrz.)	3:30	% r/r	-2,9	-2,3	--	--
CHN: Inflacja CPI (wrz.)	3:30	% r/r	-0,4	-0,2	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	2,3	--	--	--
POL: Inflacja CPI (wrz., rew.)	10:00	% r/r	2,9	2,9	2,9	--
EUR: Produkcja przemysłowa (sie.)	11:00	% r/r	1,8	-0,2	--	--
USA: Inflacja CPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,9	3,1	--	--
USA: Inflacja bazowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,1	--	--
Czwartek, 16 października						
EUR: Bilans handlowy (sie.)	11:00	mld	5,3	--	--	--
POL: Inflacja bazowa (wrz.)	14:00	% r/r	3,2	3,2	3,2	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz.)	14:30	%, m/m	0,7	0,3	--	--
USA: Inflacja PPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	--	--	229	--	--
Piątek, 17 października						
EUR: Inflacja HICP (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (wrz.)	14:30	mln	1,307	1,320	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., wst.)	14:30	mln	1,330	1,342	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (wrz.)	15:15	% m/m	0,1	0,0	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

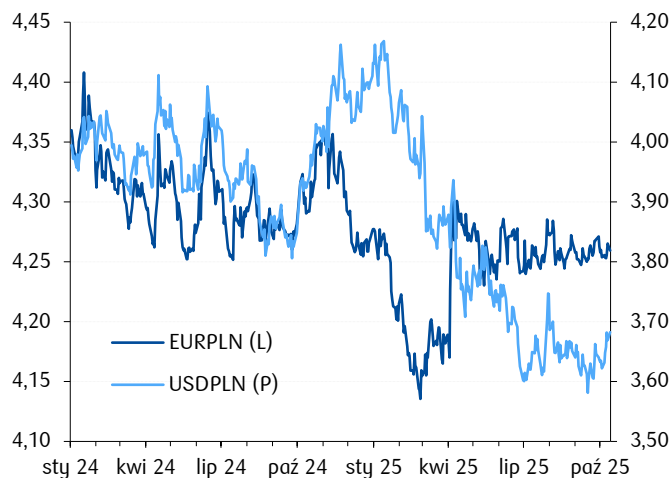
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

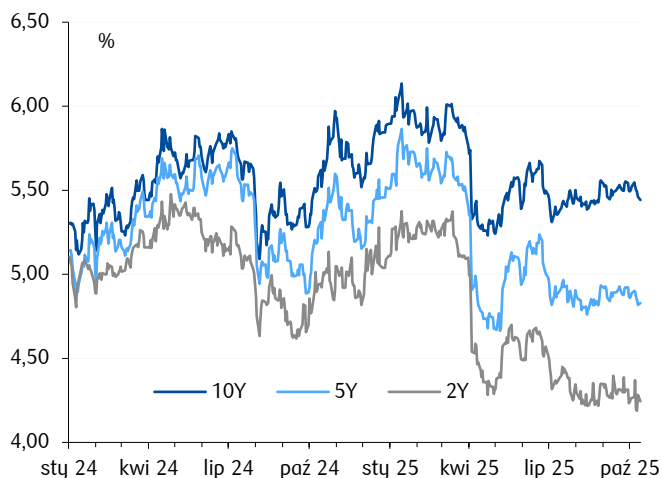
		Wartość 2025-10-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2593	-0,1	0,1	0,2	-0,8	-12,3
	USDPLN	3,6842	0,0	1,4	1,9	-6,3	-26,4
	CHFPLN	4,5749	-0,1	0,2	0,6	0,4	-8,6
	GBPPLN	4,9092	0,2	0,2	-0,1	-4,5	-11,3
	EURUSD	1,1561	-0,2	-1,3	-1,7	5,9	19,2
	EURCHF	0,9310	-0,1	-0,1	-0,4	-1,2	-4,0
	GBPUSD	1,3328	0,2	-1,1	-1,9	2,1	20,6
	USDJPY	152,38	0,0	1,6	3,4	1,7	4,5
	EURCZK	24,34	0,0	0,1	0,0	-3,6	-0,7
	EURHUF	392,04	0,2	0,8	0,7	-2,2	-8,2
Obligacje	PL2Y	4,16	-13	-12	-14	-79	-336
	PL5Y	4,83	1	-7	-6	-48	-285
	PL10Y	5,42	-5	-13	-8	-21	-210
	DE2Y	1,94	-1	-6	-8	-32	5
	DE5Y	2,22	-1	-9	-8	7	10
	DE10Y	2,63	0	-9	-6	36	31
	US2Y	3,50	-2	-10	-4	-44	-81
	US5Y	3,63	-2	-12	3	-26	-50
	US10Y	4,05	0	-11	1	-3	17
Akcje	WIG	107 846,1	-0,1	0,7	0,3	29,5	134,0
	WIG20	2 875,2	0,1	1,3	0,3	23,5	108,4
	S&P500	6 654,7	1,6	-1,3	0,6	13,6	84,2
	NASDAQ100	24 750,3	2,2	-0,9	1,9	21,1	126,5
	Shanghai Composite**	3 875,9	-0,5	-0,2	0,4	18,0	30,3
	Nikkei**	46 824,8	-2,6	-2,3	4,6	18,2	72,7
	DAX	24 387,9	0,6	0,0	2,7	25,0	98,7
	VIX	19,69	-7,3	3,1	8,6	5,6	-37,9
Surowce	Ropa Brent	63,3	0,9	-3,3	-6,1	-18,3	-34,2
	Ropa WTI	59,8	0,0	-4,4	-6,1	-21,5	-34,8
	Złoto	4097,1	2,2	3,6	11,8	54,8	145,6

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

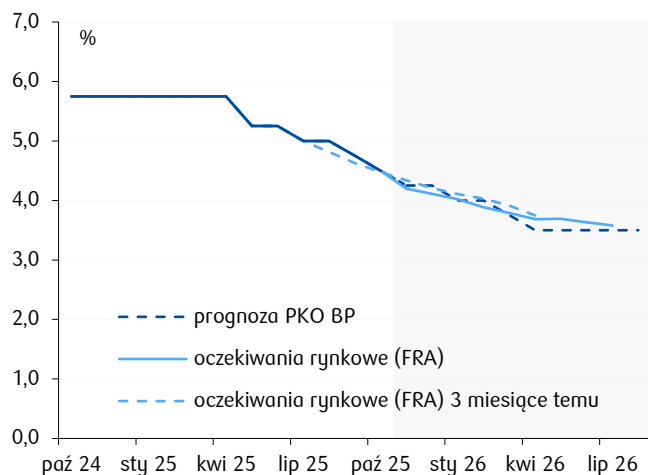
Notowania złotego wobec głównych walut



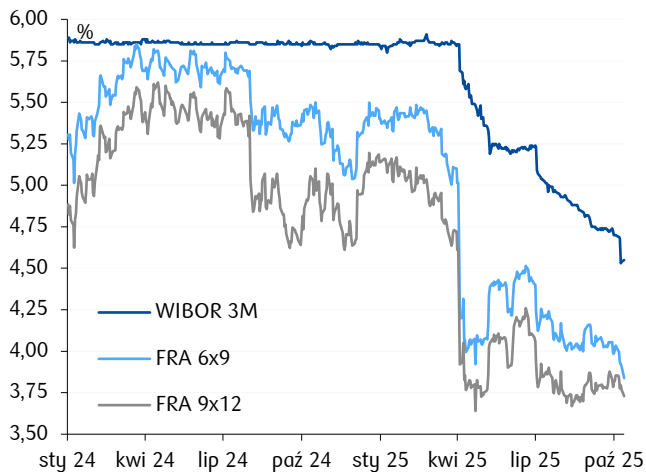
Rentowności polskich obligacji skarbowych



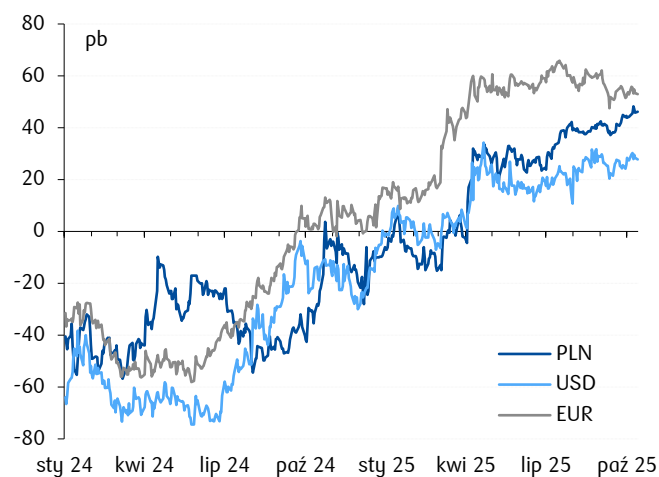
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



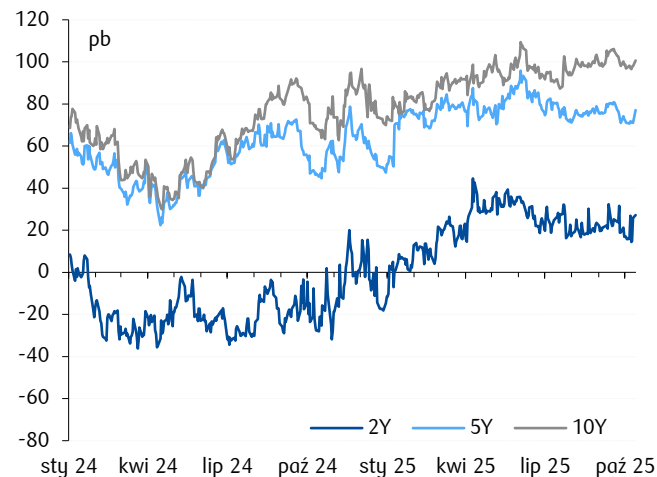
Krótkoterminowe stopy procentowe



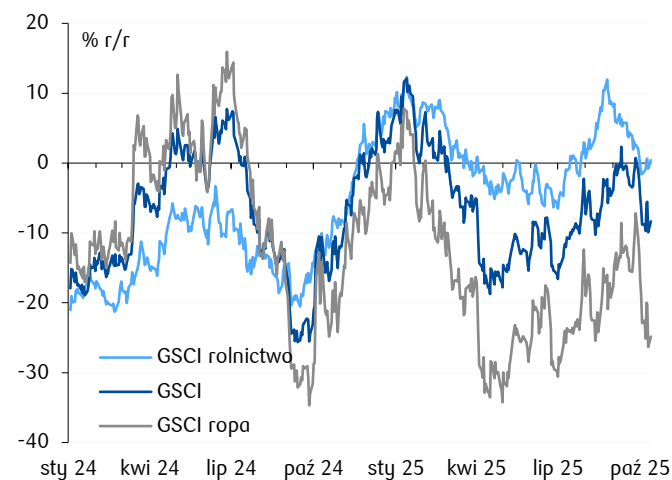
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



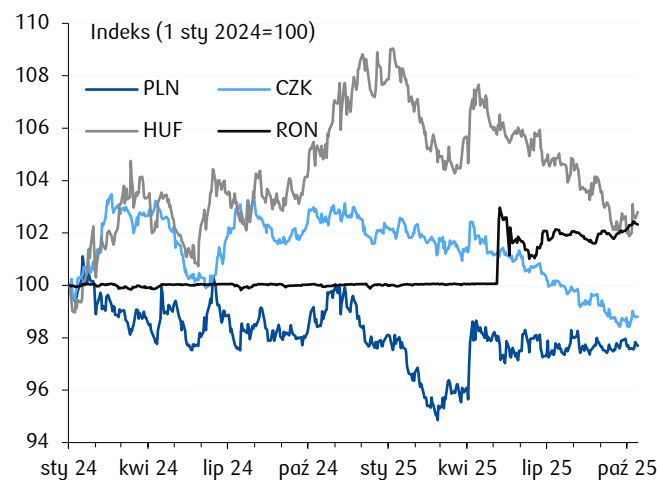
Spread asset swap dla PLN



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.