

RPP studzi oczekiwania na obniżki

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje na giełdzie amerykańskiej poprawiły się wczoraj po tym, jak sekretarz skarbu S.Bessent zaproponował porozumienie z Chinami, gdzie w zamian za brak podwyżek amerykańskich ceł Państwo Środka wycofałoby ogłoszone ostatnio ograniczenia w eksporcie metali ziem rzadkich. Duże banki zwykowały po solidnych wynikach Morgan Stanley i Bank of America, a pozytywne komentarze ASML dotyczące popytu związanego ze sztuczną inteligencją wsparły producentów chipów. Na zielono świeciły się także giełdy europejskie (poza DAX), a rentowności obligacji na rynkach bazowych lekko spadały. Kolejny rekord przebiła też cena złota. Na rynku krajowym złoty umocnił się wobec euro (do 4,25) i dolara (do 3,66). Rentowności krajowych obligacji obniżyły się nieznacznie.
- Dziś najważniejsze będą dane o krajowej inflacji bazowej za wrzesień.** Po wczorajszej publikacji finalnego wskaźnika CPI podtrzymujemy szacunek, że pozostała ona na poziomie z sierpnia (3,2% r/r).
- Publikacje z USA danych o sprzedaży detalicznej, PPI i zasiłkach dla bezrobotnych zostaną w związku z shutdownem wstrzymane.

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Inflacja CPI we wrześniu została potwierdzona na poziomie 2,9% r/r** - tak jak wcześniej wskazał szybki szacunek GUS i bez zmian względem sierpnia. Dynamika cen usług nadal hamowała (5,8% r/r), nieznacznie wzrosła dynamika cen towarów (1,9% r/r). Oczekujemy, że inflacja CPI do końca roku pozostanie na poziomie zbliżonym do obecnego, a głębszy spadek, do ok. 2,5% r/r będzie możliwy od 2026 - zakładamy przy tym brak istotnych podwyżek cen prądu. Więcej w Makro Flashu: [Droższa kawa, tańsza herbata](#).
- POL: Członkowie RPP studzą oczekiwania na obniżki stóp procentowych na posiedzeniu w listopadzie**, podkreślając, że luźna polityka fiskalna może ponownie podbić przygaszoną inflację. **G.Masłowska** powiedziała, że „musimy być bardzo ostrożni”, bo „przestrzeń do obniżek stóp w tym roku jest ograniczona”. **H.Wnorowski** ocenił, że brak zmian stóp procentowych w listopadzie jest bardziej prawdopodobny niż obniżka, ale obniżki nie

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

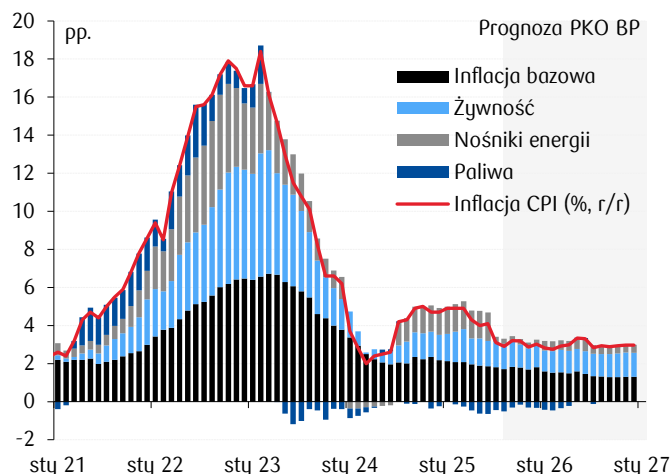
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-10-15	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2502	-0,3
USDPLN	3,6564	-0,6
CHFPLN	4,5779	-0,2
GBPPLN	4,8927	0,0
EURUSD	1,1624	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,08	-3
PL5Y	4,82	4
PL10Y	5,39	-4
DE10Y	2,56	-5
US10Y	4,04	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 729,4	1,9
DAX	24 181,4	-0,2
S&P500	6 671,1	0,4
Nikkei**	48 277,0	3,1
Shanghai Comp.**	3 899,2	0,9
Surowce:		
Złoto	4198,35	1,4
Ropa Brent	61,91	-0,8

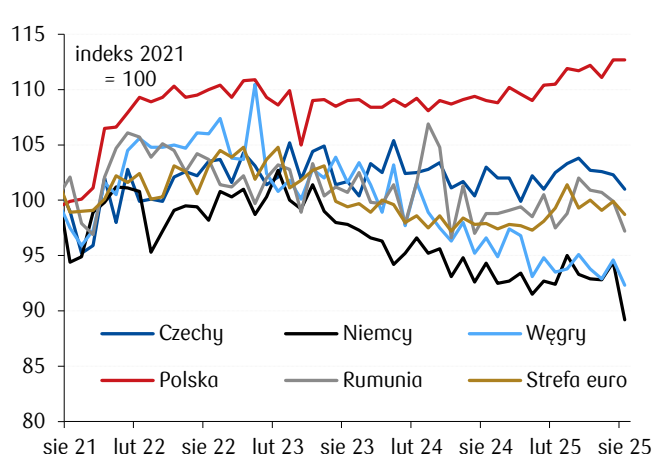
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dekompozycja inflacji CPI w Polsce



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

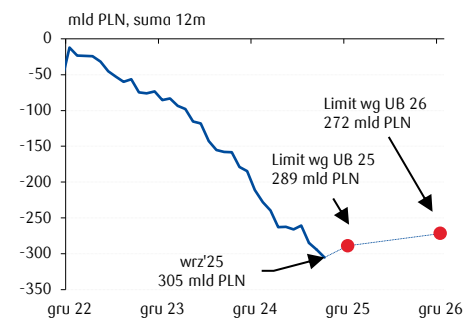
Produkcja przemysłowa w strefie euro i krajach EŚiW



wyklucza, wskazał, że kluczowa będzie projekcja. Oceniał również, że „nie należy oczekiwać obniżek stóp co miesiąc lub dwa w 2026, prawdopodobnie będziemy świadkami bardzo powolnego łagodzenia polityki pieniężnej, realizowanego małymi krokami.” Wypowiedzi przedstawicieli RPP nieco kontrastują z gołębiym tonem Prezesa A.Głapińskiego, który w zeszłym tygodniu sygnalizował przestrzeń i apetyt Rady na dalsze obniżki stóp.

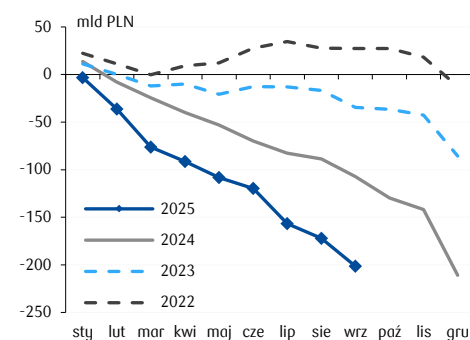
- POL:** Deficyt budżetowy po wrześniu pogłębił się do 201,4 mld PLN (z 172,0 mld PLN po sierpniu). Dochody od początku roku są niższe o 9,7% r/r, ale w warunkach porównywalnych (bez reformy finansowania JST) wzrosłyby o 10,6% r/r – spadek po stronie budżetu centralnego w br. to efekt wzrostu udziałów samorządów w PIT/CIT. Kluczowe kategorie dochodów rosły: VAT (10,6% r/r), akcyza (3,2% r/r), CIT (6,4% r/r a w ujęciu porównywalnym 18,7% r/r), PIT (12,7% r/r w ujęciu porównywalnym). Wydatki wzrosły o 8,7% r/r do 617,0 mld PLN, m.in. przez jednorazowe transfery w wysokości 50,1 mld PLN (spłaty obligacji PFR z 2020 oraz zasilenie FPC-19 na zobowiązania BGK). Sytuacja fiskalna sektora centralnego jest napięta. Polityka fiskalna w pozostałej części roku będzie musiała być bardziej restrykcyjna niż w analogicznym okresie 2024. Obecnie deficyt w ujęciu sumy za poprzednie 12-mies. wynosi 305 mld PLN (ok. 8% PKB) i przekracza limit na 2025 zapisany w ustawie (289 mld PLN). Uważamy jednak, że w 4q25 opisywana miara zmniejszy się i nowelizacja UB25 nie będzie konieczna. W grudniu roku ubiegłego obserwowaliśmy znaczny przyrost deficytu wynikający z międzyokresowego zarządzania wynikiem, co oznacza, że na koniec bieżącego roku MF będzie miało więcej przestrzeni. Dodatkowym wsparciem dla MF mogą być też opóźnienia zwrotów VAT i tzw. naturalne oszczędności (zwyczajowo niższe od planów wykonanie części wydatków w skali kilkunastu/kilkudziesięciu mld PLN).
- EUR:** F.Villeroy de Galhau (EBC, Bank Francji) powiedział, że bardziej prawdopodobnym ruchem EBC będzie obniżka stóp niż ich podwyżka, gdyż rośnie liczba czynników ryzyka w dół dla perspektyw inflacji. Z kolei, G.Makhlouf (EBC, Bank Irlandii) odrzucił obawy, że inflacja spadnie poniżej celu 2%, stwierdzając, że bardziej martwi go, iż utrzyma się powyżej tego poziomu. G.Makhlouf zwrócił uwagę na przyspieszenie wzrostu cen żywności i ocenił, że należy go monitorować ze szczególną uwagą.
- USA:** Sekretarz Skarbu S.Bessent zapowiedział możliwość przedłużenia paury we wdrażaniu dodatkowych ceł na Chiny jeśli Państwo Środka wstrzyma swoje plany wdrożenia restrykcyjnej kontroli eksportu metali ziem rzadkich. Wcześniej USA i Chiny zgodziły się na 90 dniowy „rozejm celny”, którego termin upływa 10 listopada. W przypadku jego nieprzedłużenia amerykańskie cła na chińskie towary ponownie mogą wzrosnąć do 145%.
- USA:** S.Miran (Fed) ocenił, że napięcia handlowe zwiększają niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego, co sprawia, że szybsze obniżenie stóp procentowych staje się jeszcze ważniejsze.
- USA:** Szef Biura Zarządzania i Budżetu Białego Domu poinformował, że w związku z shutdownem administracja może zwolnić ponad 10 tys. osób. Prezydent USA zapowiedział z kolei w zeszłym tygodniu, że zwolnienia będą „nakierowane na Demokratów”. Jednocześnie Sąd Federalny w San Francisco nakazał administracji wstrzymanie zwolnień.
- USA:** Spiker Izby Reprezentantów M.Johnson ostrzegł, że obecne zamknięcie rządu może być najdłuższe w historii. Wczoraj po raz dziewiąty Senatowi nie udało się przegłosować projektu tymczasowego przedłużenia finansowania agencji federalnych, a w ocenie obserwatorów nie widać na razie sygnałów postępu w osiągnięciu porozumienia.
- USA:** Sekretarz skarbu S.Bessent poinformował, że USA ponownie kupiły argentyńskie peso, a Departament Skarbu współpracuje z prywatnymi

Saldo budżetu centralnego w ujęciu płynnego roku (suma 12-mies.)



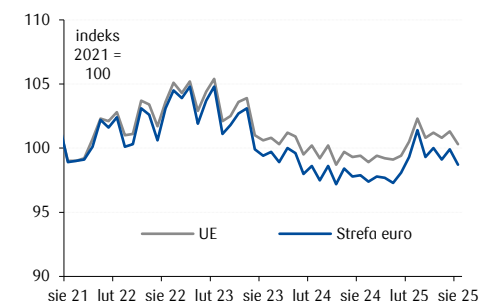
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Skumulowane saldo budżetu centralnego od początku roku



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w UE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

inwestorami w celu stworzenia instrumentu o wartości 20 mld USD, który inwestowałyby w argentyńskie obligacje. Łącznie z wartą 20 mld USD linią swapową ma to zapewnić wsparcie rządu 40 mld USD. S.Bessent zapowiedział, że USA będą pomagać finansowo Argentynie, o ile rząd prezydenta J.Milei nadal będzie prowadził „dobrą politykę”, niezależnie od wyniku zbliżających się pod koniec października wyborów parlamentarnych.

- **EUR:** Przedstawiciele rządu Hiszpanii oraz Komisji Europejskiej zareagowali na groźby prezydenta USA D.Trumpa podkreślając, że Hiszpania jest zaangażowana w NATO, a KE byłaby gotowa na „odpowiednią reakcję” w przypadku nałożenia przez USA ceł na Hiszpanię.
- **EUR:** Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 1,1% r/r przyspieszając z 0,5% r/r w lipcu. Dane były lepsze niż oczekiwano (kons.: -0,2% r/r), a źródłem niespodzianki mógł być wzrost sprzedaży dóbr konsumpcyjnych nietrwałych (aż o 8,2% r/r) przy spadku we wszystkich pozostałych kategoriach. W ujęciu m/m obserwowaliśmy spadek (o 1,2% m/m sa). Względem lipca najmocniej skurczyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych oraz dóbr kapitałowych. Największe spadki obserwowane były w Niemczech, Włoszech, Grecji i Austrii. Słabość przemysłu (głównie motoryzacyjnego) widać też poza strefą euro, w krajach naszego regionu (w Czechach, Rumunii i na Węgrzech).
- **ROM:** Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 1,1% r/r, odwracając lipcowy wzrost o 2,3% r/r. W ujęciu miesięcznym produkcja zmniejszyła się po raz czwarty z rzędu. W okresie styczeń–sierpień przemysł skurczył się o 0,7% r/r, przy spadkach w niemal wszystkich głównych sektorach. Najgłębszy spadek utrzymywał się w przemyśle przetwórczym, na co wpływało pogorszenie popytu zewnętrznego. Branże nastawione na eksport – w szczególności motoryzacja, która odpowiada za niemal połowę całego przemysłu – niemal nieprzerwanie ograniczały produkcję w całym okresie, z wyjątkiem maja i lipca.

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 (paź., 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	--	2,4
GER: Inflacja HICP (wrz., rew.)	8:00	% r/r	2,1	2,4	--	2,4
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	10:00	mld CZK	-14,94	3,7	--	-0,7
GER: Indeks instytutu ZEW (paź.)	11:00	pkt.	37,3	41,1	--	39,3
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	14:00	mld EUR	-1,335	-1,300	-1,480	3,987
POL: Eksport (sie.)	14:00	% r/r	2,7	2,7	2,8	-1,4
POL: Import (sie.)	14:00	% r/r	3,0	-0,8	1,4	-1,2
Środa, 15 października						
CHN: Inflacja PPI (wrz.)	3:30	% r/r	-2,9	-2,3	--	-2,3
CHN: Inflacja CPI (wrz.)	3:30	% r/r	-0,4	-0,2	--	-0,3
ROM: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	2,3	--	--	-1,1
POL: Inflacja CPI (wrz., rew.)	10:00	% r/r	2,9	2,9	2,9	2,9
EUR: Produkcja przemysłowa (sie.)	11:00	% r/r	0,5	-0,2	--	1,1
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	--	--

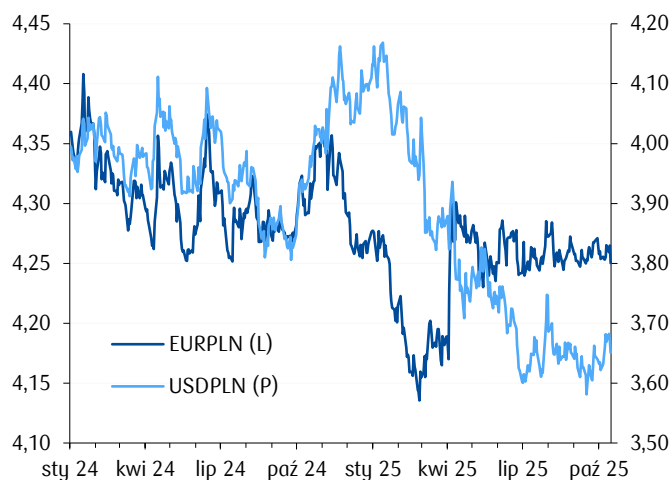
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

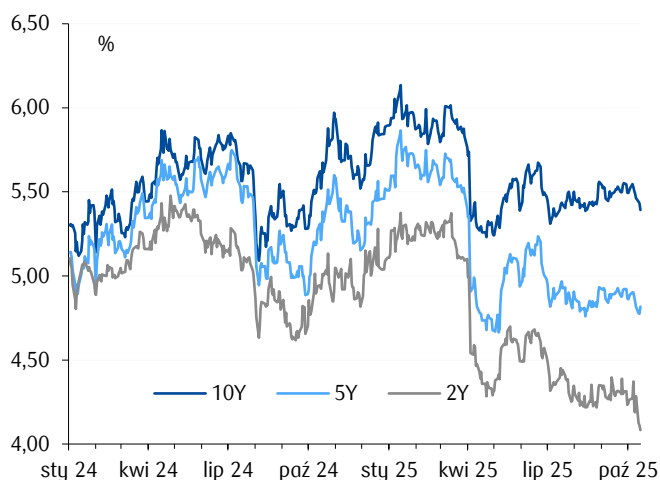
		Wartość 2025-10-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2502	-0,3	-0,1	0,0	-1,2	-12,3
	USDPLN	3,6564	-0,6	-0,1	1,9	-7,5	-26,8
	CHFPLN	4,5779	-0,2	0,1	0,4	0,1	-8,4
	GBPPLN	4,8927	0,0	-0,2	-0,3	-4,8	-11,7
	EURUSD	1,1624	0,3	0,0	-1,9	6,8	19,8
	EURCHF	0,9284	-0,1	-0,2	-0,4	-1,3	-4,2
	GBPUSD	1,3365	0,5	-0,4	-2,2	2,7	20,7
	USDJPY	151,42	-0,3	-0,7	3,5	1,2	3,1
	EURCZK	24,28	-0,2	-0,4	-0,2	-4,1	-1,2
	EURHUF	390,15	-0,7	-0,3	0,0	-2,9	-9,8
Obligacje	PL2Y	4,08	-3	-12	-22	-89	-406
	PL5Y	4,82	4	-5	-9	-47	-353
	PL10Y	5,39	-4	-11	-12	-19	-280
	DE2Y	1,92	-1	-7	-8	-24	6
	DE5Y	2,15	-4	-11	-13	12	7
	DE10Y	2,56	-5	-12	-12	38	22
	US2Y	3,50	2	-9	-4	-44	-79
	US5Y	3,63	2	-10	-1	-21	-49
	US10Y	4,04	1	-10	-3	2	13
Akcje	WIG	108 729,4	1,9	0,4	2,9	29,8	136,0
	WIG20	2 901,1	2,0	0,8	3,1	23,9	110,7
	S&P500	6 671,1	0,4	-1,2	1,1	14,2	86,5
	NASDAQ100	24 745,4	0,7	-1,6	2,2	22,7	129,4
	Shanghai Composite**	3 899,8	0,9	0,4	0,6	21,8	28,9
	Nikkei**	48 287,1	3,1	1,2	7,8	23,2	82,9
	DAX	24 181,4	-0,2	-1,7	3,5	24,4	98,7
	VIX	20,68	1,0	7,7	16,3	8,5	-34,9
Surowce	Ropa Brent	61,9	-0,8	-6,6	-8,9	-16,6	-33,0
	Ropa WTI	59,1	-1,1	-6,8	-8,3	-16,8	-32,6
	Złoto	4198,4	1,4	3,9	13,9	57,2	151,5

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

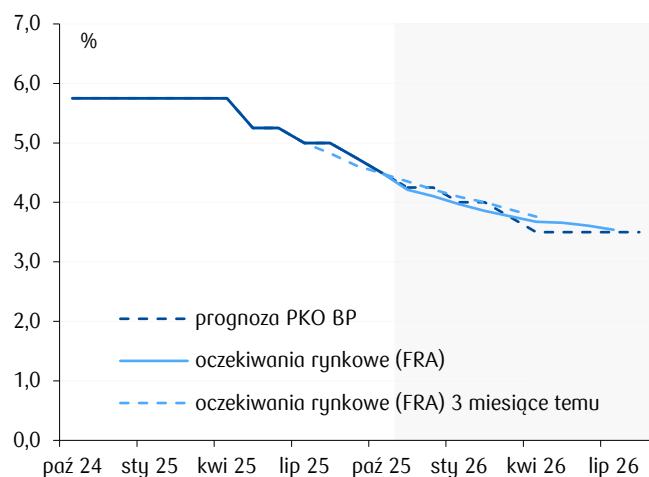
Notowania złotego wobec głównych walut



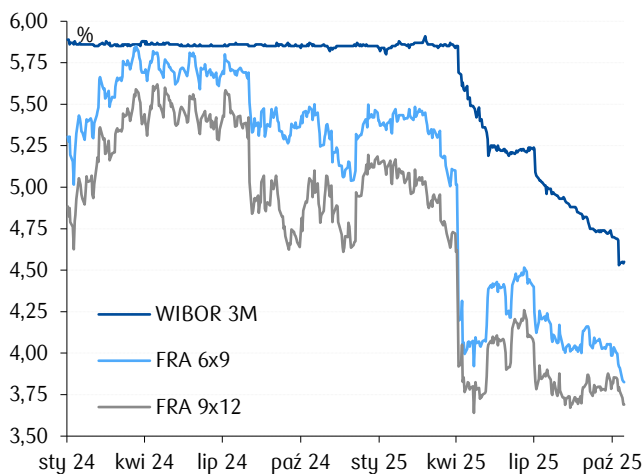
Rentowności polskich obligacji skarbowych



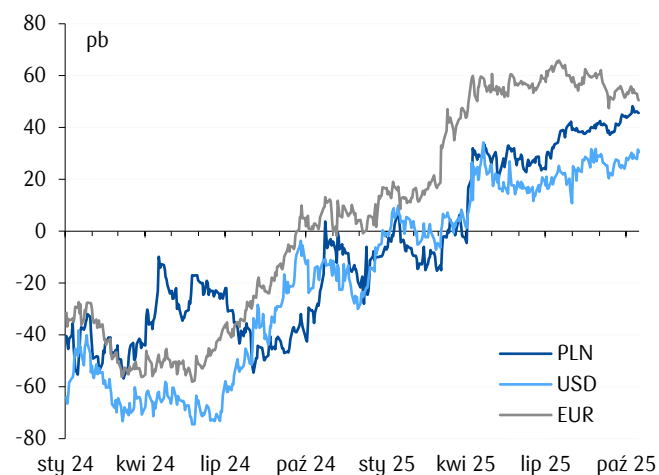
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



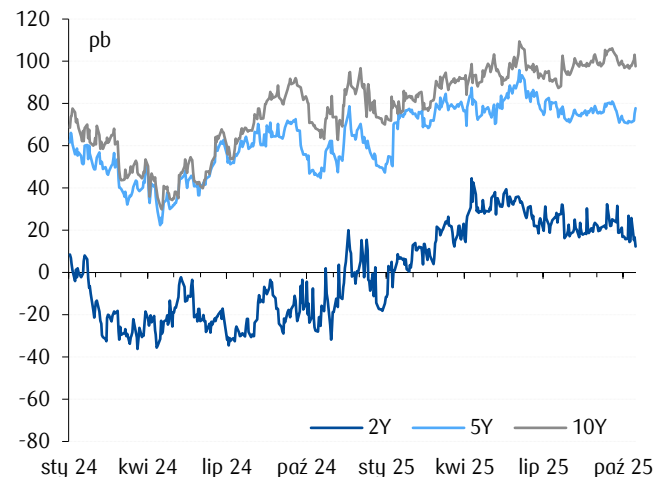
Krótkoterminowe stopy procentowe



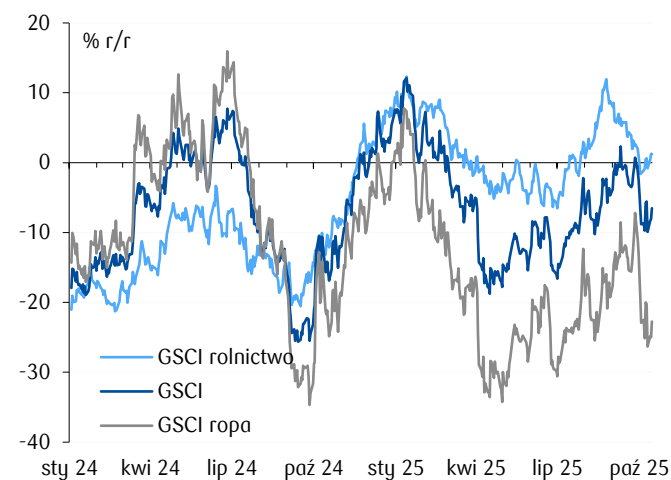
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



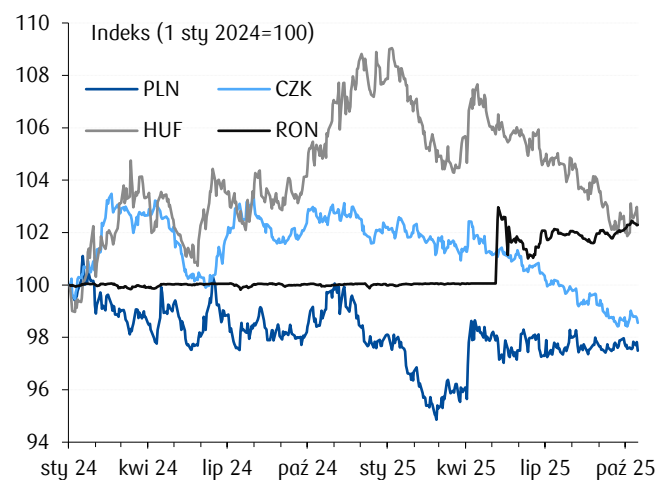
Spread asset swap dla PLN



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.