

Fed gotowy na kolejną obniżkę?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Indeksy na Wall Street wczoraj obniżyły się, a prym w spadkach wiodły akcje banków, ze względu na obawy o jakość ich portfeli kredytowych. Giełdy spadały pomimo wypowiedzi przedstawicieli FOMC sygnalizujących gotowość do obniżki stóp procentowych na posiedzeniu w październiku. Mimo niepokoju związanego z perspektywami europejskiej motoryzacji w obliczu potencjalnego ograniczenia dostaw metali ziem rzadkich z Chin, indeks StoxxEurope600 lekko wzrósł. Rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się. Zgodne z oczekiwaniami dane o krajowej inflacji bazowej nie wywołały reakcji rynkowej. Rentowności SPW pozostawały stabilne. Złoty kontynuował umocnienie wobec głównych walut.
- Dziś główną publikacją będzie finalny wskaźnik HICP ze strefy euro za wrzesień, który według szacunku *flash* wzrósł do 2,2% r/r wobec 2,0% r/r w sierpniu. Napływające w ciągu tygodnia cząstkowe dane z Niemiec, Francji i Hiszpanii były zgodne z oczekiwaniami i nie sygnalizują odchylenia finalnych danych dla całej strefy euro od wstępnej publikacji.
- Publikacje z USA danych o produkcji przemysłowej (publikowane przez Fed, ale bazują na danych z innych agencji rządowych) i pozwoleniach na budowę (publikowane przez *Census Bureau*) za wrzesień zostaną w związku z *shutdownem* wstrzymane.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii we wrześniu pozostała na poziomie 3,2% r/r, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Bez zmian względem sierpnia utrzymała się także inflacja po wyłączeniu cen administrowanych (2,5% r/r). Natomiast pozostałe miary (inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych oraz 15% średnia odcięta eliminująca 15% koszyka cen o największej i najmniejszej dynamice) obniżyły się o 0,1pp. Według naszej prognozy główna miara inflacji bazowej utrzyma się w okolicy 3% r/r do końca roku.
- POL:** GUS zrewidował szacunek wzrostu PKB w 2q25 do 3,3% r/r z 3,4% r/r. Według najnowszych danych silniejszy niż wcześniej szacowano (o 0,1pp) był wzrost popytu krajowego. Konsumpcja w 2q25 wzrosła o 4,5% r/r

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

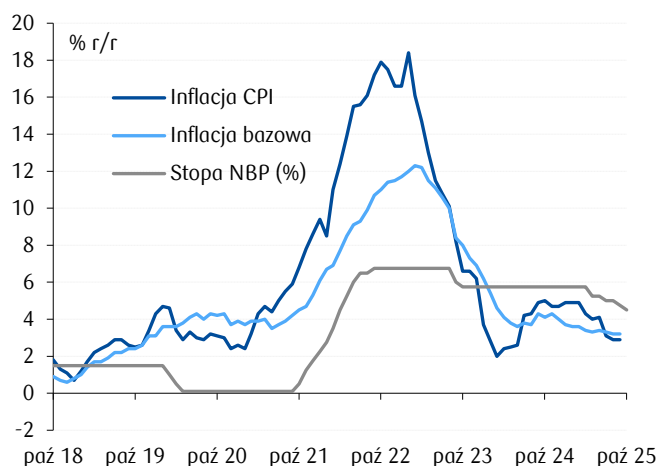
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-10-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2465	-0,1
USDPLN	3,6367	-0,5
CHFPLN	4,5735	-0,1
GBPPLN	4,8832	-0,2
EURUSD	1,1677	0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,13	6
PL5Y	4,78	-1
PL10Y	5,43	3
DE10Y	2,57	1
US10Y	3,98	-6
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 214,7	-0,5
DAX	24 272,2	0,4
S&P500	6 629,1	-0,6
Nikkei**	47 615,4	-1,4
Shanghai Comp.**	3 871,4	-1,1
Surowce:		
Złoto	4269,82	1,7
Ropa Brent	61,06	-1,4

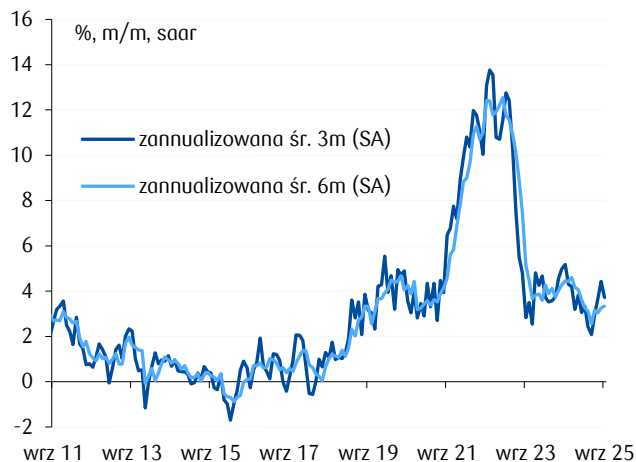
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI, bazowa i stopa NBP



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

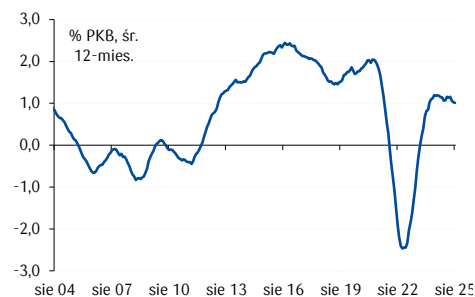
Zannualizowany impet inflacji bazowej



(+0,1pp względem poprzedniego szacunku), a inwestycje zmniejszyły się o 0,7% r/r (+0,3pp względem poprzedniego szacunku). **Mniejszy udział we wzroście PKB (o 0,2pp) miał natomiast popyt zagraniczny**, który odjął od dynamiki PKB w 2q25 0,7pp. Korekty wynikają ze zmiany danych za 2024 i nie są na tyle znaczące, aby istotnie zagroziły naszej prognozie (3,5%) wzrostu PKB na 2025.

- **USA:** Ch.Waller (zarząd Fed) uważa, że FOMC powinien obniżyć stopę procentową o kolejne 25pb w październiku. Bankier zwrócił uwagę, że dane z rynku pracy wskazują na osłabienie popytu w relacji do podaży, nawet przy znacząco niższej imigracji netto i spadku aktywności zawodowej. W odniesieniu do dalszych ruchów stwierdził, że będzie zwracał uwagę na to, jak solidne dane o PKB mają się do słabnącego rynku pracy. **S.Miran (zarząd Fed) ponownie opowiedział się za głębszą (50pb) obniżką stóp**, zwracając uwagę, że napięcia w handlu z Chinami generują spore ryzyko dla gospodarki. **T.Barkin (Richmond Fed, nie bierze udziału w posiedzeniach FOMC) stwierdził, że zachowuje spokój zarówno w kwestii perspektyw dla zatrudnienia, jak i inflacji.** Chociaż sytuacja może dziś wyglądać niepewnie, to w jego ocenie istnieją dobre powody, by sądzić, że działają siły równoważące, które ograniczą ryzyko jej pogorszenia. **J.Schmid (Kansas City Fed, głosujący członek FOMC) zauważył z kolei, że choć głosował za obniżką stóp o 25pb w zeszłym miesiącu, aby ograniczyć ryzyka związane ze spowalnającym rynkiem pracy, inflacja wciąż utrzymuje się w pobliżu 3%, powyżej 2-procentowego celu Fed.** Zasygnalizował przy tym, iż **dyskusja na temat tego, jak bardzo Fed powinien jeszcze redukować stopy pozostaje otwarta.**
- **EUR:** P.Wunsch (EBC, Bank Belgii) powtórzył, że nie widzi „istotnych zagrożeń dla inflacji, ani w górę, ani w dół”, ale gdyby miał wybierać, powiedziałby, że nieco większe prawdopodobieństwo związane jest z niższą inflacją. Przyczyniają się do tego aprecjacja euro, tani import z Chin i ogólna sytuacja w europejskiej gospodarce. **P.Lane (główny ekonomista EBC) ocenił, że choć niepewność zmalała po tym, jak UE zawarła umowę handlową z USA, nie jest to powód, by rozważać powrót do wcześniejszych form forward guidance.** Podkreślił, iż **EBC pozostaje zdecydowany, by trzymać się swojego zobowiązania do podejmowania decyzji w oparciu o napływające dane.**
- **EUR:** Nadwyżka w handlu towarami z resztą świata w sierpniu zmniejszyła się do 1,0 mld EUR w porównaniu z 12,7 mld EUR w lipcu. Spadek wynikał głównie z gwałtownego ograniczenia nadwyżki w kategorii maszyn i pojazdów (do 7,8 z 18 mld EUR), co odzwierciedla osłabienie popytu w motoryzacji widoczne już w danych z przemysłu. W ujęciu r/r eksport skurczył się o 4,7% (najsilniej obniżył się eksport do USA, Japonii i Chin) a import spadł o 3,8% (najsilniej z Wielkiej Brytanii, Norwegii, Chin i Indii).
- **EU:** Producenci samochodów przygotowują się na nowe, potencjalne zakłócenia w dostawach chipów w związku z odwetowymi kontrolami eksportu wprowadzonymi przez Chiny wobec holenderskiego dostawcy Nexperia. Europejskie Stowarzyszenie Producentów Samochodów podaje, że zapasy chipów Nexperii wystarczą na zaledwie kilka tygodni, a po ich wyczerpaniu mogą nastąpić wstrzymania produkcji. Przełączenie się na alternatywnych dostawców może zająć kilka miesięcy.
- **ŚWIAT:** Decyzja Chin o ogłoszeniu kontroli eksportu metali ziem rzadkich zdominowała dyskusje podczas corocznego zjazdu światowych liderów gospodarczych w Waszyngtonie. Do stworzenia koalicji, aby wypracować wspólną strategię wobec Chin, wzywali m.in. reprezentanci USA, Niemiec, Japonii i Australii.
- **CHN:** Resort handlu zapewnił, że wszystkie wnioski o eksport metali ziem rzadkich do użytku cywilnego będą zatwierdzane. Władze podkreślają, że

Saldo handlowe strefy euro w %PKB



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

celem wprowadzonych ograniczeń jest bezpieczeństwo narodowe, a nie uderzenie w konkretne kraje.

- **USA/RUS:** Prezydent D.Trump poinformował w czwartek, że spotka się w Budapeszcie z przywódcą Rosji W.Putinem najpewniej w ciągu dwóch tygodni. Gospodarzem spotkania będzie premier Węgier V.Orban. Spotkanie jest pokłosiem „dużego postępu”, jaki D.Trump poczynił podczas rozmowy telefonicznej z rosyjskim przywódcą. Prezydent USA zasugerował po tej rozmowie, że nie sprzeda pocisków Tomahawk Ukrainie, ponieważ USA potrzebują ich dla siebie. Stwierdził ponadto, że „może to nie być odpowiedni moment” na wprowadzenie sankcji przeciwko Rosji.
- **USA:** Informacje zebrane w Beżowej Księdze wspierają argumenty za stopniowym i ostrożnym łagodzeniem polityki pieniężnej Fed. Ogólne wydatki konsumenckie, zwłaszcza na dobra detaliczne, w ostatnich tygodniach nieco spadły, choć w niektórych okęgach sprzedaż aut została przejściowo podbita silnym popytem na pojazdy elektryczne przed wygaśnięciem federalnej ulgi podatkowej. Poziomy zatrudnienia w ostatnich tygodniach były w dużej mierze stabilne, a popyt na pracę był stłumiony. W większości okęgów więcej pracodawców raportowało redukcje zatrudnienia poprzez zwolnienia i naturalne odejścia, wskazując na słabszy popyt, podwyższoną niepewność gospodarczą oraz – w niektórych przypadkach – zwiększone inwestycje w technologie sztucznej inteligencji. Płace rosły we wszystkich raportujących okęgach, a presja kosztów pracy nasiliła się w ostatnich tygodniach z powodu ponadprzeciętnych wzrostów składek na pracownicze ubezpieczenia zdrowotne finansowane przez pracodawców. Niektóre firmy stojące w obliczu presji kosztowych związanych z cłami w dużej mierze utrzymywały swoje ceny sprzedaży bez zmian, aby zachować udział w rynku. Pojawiły się jednak także doniesienia o firmach produkcyjnych i handlowych, które w pełni przeniosły wyższe koszty importu na swoich klientów. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że FOMC w 2025 obniży stopy jeszcze dwukrotnie, w tym 29 października zredukuje je o 25pb.
- **FRA:** Parlament odrzucił wnioski skrajnej prawicy i lewicy o wotum nieufności wobec rządu premiera S.Lecornu. Oznacza to, że mniejszościowy rząd przetrwał próby zmuszenia go przez opozycję do ustąpienia. Było to możliwe dlatego, że S.Lecornu pozyskał głosy opozycyjnej Partii Socjalistycznej (PS) spełniając jej żądanie i zapowiadając zawieszenie reformy podnoszącej wiek emerytalny do 64 lat. 24 października w parlamencie powinny rozpocząć się obrady nad ustawą budżetową na 2026.

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	--	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 (paż.)	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	12,7	--	--	1,0
POL: Inflacja bazowa (wrz.)	14:00	% r/r	3,2	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	--	--

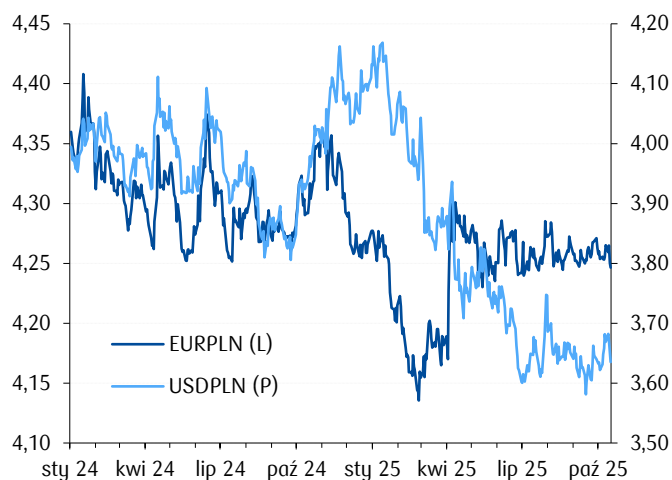
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.
*Mediana oczekiwań wynosi 4,63%, ponieważ 9 zespołów analitycznych prognozuje obniżkę o 25pb, zaś 9 zespołów (w tym PKO BP) brak zmiany stóp.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

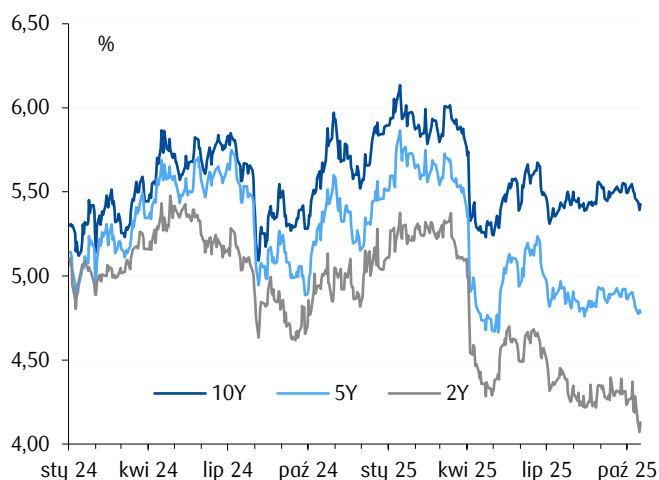
		Wartość 2025-10-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2465	-0,1	-0,2	-0,3	-1,6	-12,1
	USDPLN	3,6367	-0,5	-1,0	0,5	-8,8	-26,8
	CHFPLN	4,5735	-0,1	0,1	0,2	-0,7	-7,6
	GBPPLN	4,8832	-0,2	-0,3	-0,4	-5,7	-12,2
	EURUSD	1,1677	0,5	0,8	-0,8	7,8	20,2
	EURCHF	0,9285	0,0	-0,3	-0,5	-0,9	-4,8
	GBPUSD	1,3435	0,5	0,8	-0,9	3,4	19,6
	USDJPY	150,77	-0,4	-1,5	1,9	0,5	2,3
	EURCZK	24,30	0,1	-0,2	0,0	-3,8	-1,2
Obligacje	EURHUF	389,28	-0,2	-0,5	0,0	-2,8	-9,6
	PL2Y	4,13	6	-6	-19	-88	-381
	PL5Y	4,78	-1	-7	-13	-60	-321
	PL10Y	5,43	3	-6	-9	-25	-240
	DE2Y	1,92	0	-8	-8	-22	1
	DE5Y	2,16	0	-14	-14	12	8
	DE10Y	2,57	1	-13	-15	37	27
	US2Y	3,42	-8	-18	-15	-56	-103
	US5Y	3,55	-8	-19	-13	-35	-66
Akcje	US10Y	3,98	-6	-17	-14	-12	2
	WIG	108 214,7	-0,5	0,2	2,5	32,1	137,2
	WIG20	2 887,2	-0,5	0,4	2,8	26,4	112,5
	S&P500	6 629,1	-0,6	-1,6	0,0	13,5	80,6
	NASDAQ100	24 657,2	-0,4	-1,8	0,8	22,1	123,5
	Shanghai Composite**	3 871,4	-1,1	-1,6	1,0	22,1	28,3
	Nikkei**	47 614,8	-1,4	-2,0	5,1	22,4	81,5
	DAX	24 272,2	0,4	-1,4	2,5	23,9	96,4
Surowce	VIX	22,41	8,4	16,4	26,8	19,5	-27,7
	Ropa Brent	61,1	-1,4	-6,4	-9,5	-18,0	-35,4
	Ropa WTI	58,3	-1,3	-6,5	-8,8	-18,2	-34,9
	Złoto	4269,8	1,7	6,1	17,3	58,6	158,2

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

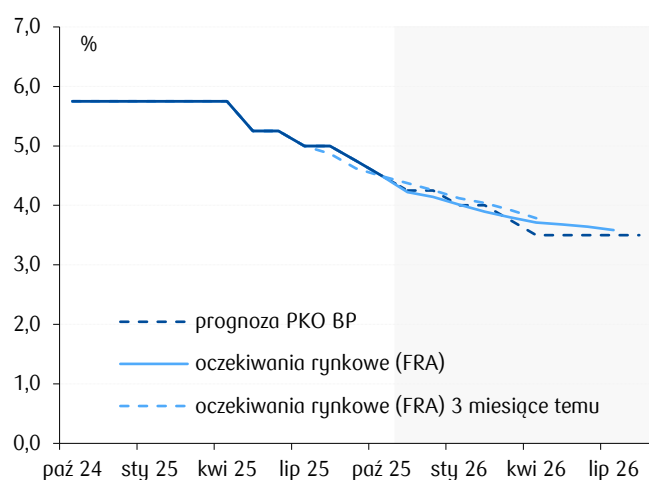
Notowania złotego wobec głównych walut



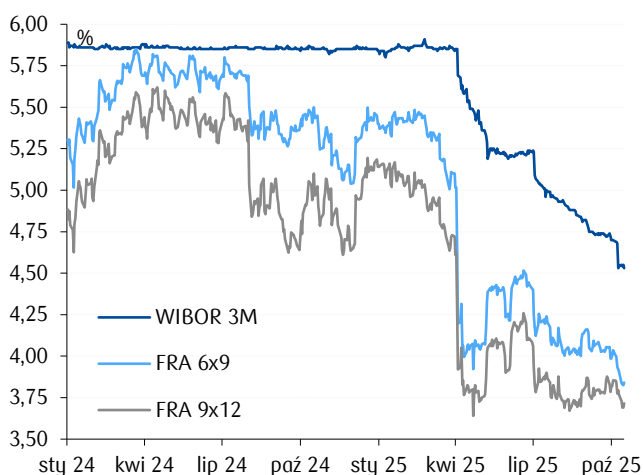
Rentowności polskich obligacji skarbowych



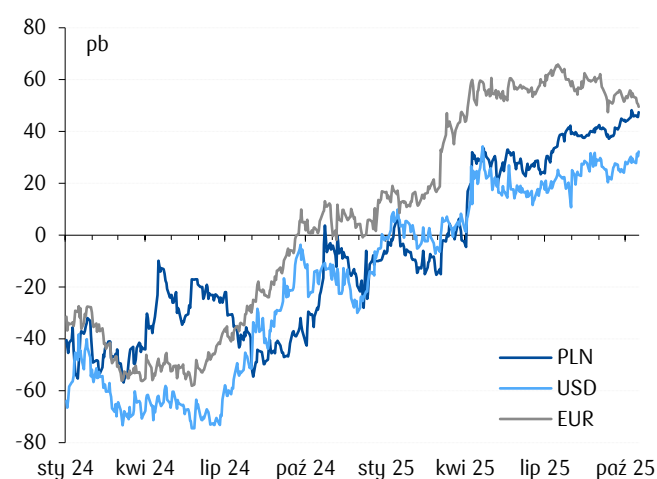
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



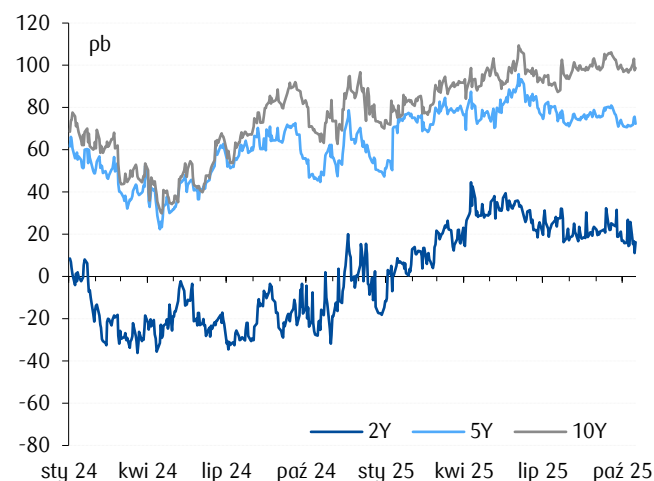
Krótkoterminowe stopy procentowe



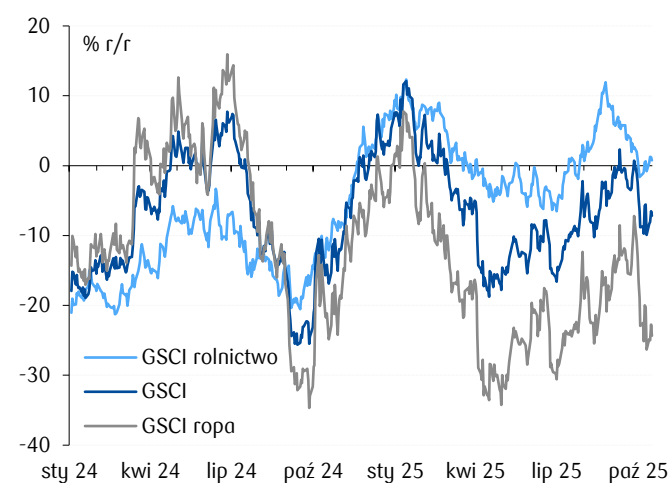
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



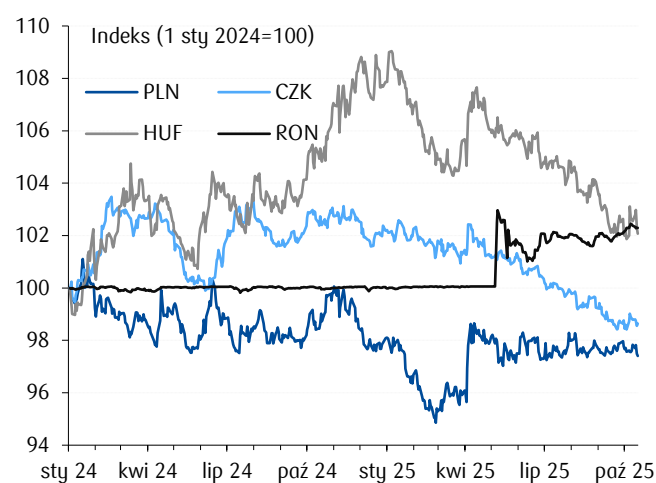
Spread asset swap dla PLN



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.