

„Trzeba działać”

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Wypowiedzi D.Trumpa łagodzące obawy o napięcia handlowe skutkowały spokojnym zakończeniem nerwowego tygodnia – amerykańskie indeksy giełdowe rosły, rentowności obligacji lekko wzrosły, ceny złota spadły, a dolar umocnił się. W kraju tydzień zakończył się spadkiem WIG, głównie z powodu przyjęcia przez Sejm podwyżek stawek CIT dla banków. Złoty wpisał się w globalny trend, nieznacznie umacniając się względem euro (4,24) i osłabiając wobec dolara (3,64). Rentowności krajowych obligacji były stabilne.
- **Najważniejsze globalnie wydarzenia w tym tygodniu kumulują się w piątek – wtedy poznamy opóźnioną inflację z USA za wrzesień oraz wstępne indeksy PMI za październik z głównych gospodarek.** W Polsce rozpoczęła się cykl kluczowych publikacji. **Dzisiaj poznamy: krajowe dane z rynku pracy, produkcję przemysłową i wskaźnik PPI, jutro: produkcję budowlaną, w środę: sprzedaż detaliczną, podaż pieniądza i koniunkturę konsumencką.** W czwartek, wraz z szeregiem wskaźników makroekonomicznych z Biuletynu Statystycznego, opublikowana zostanie stopa bezrobocia rejestrowanego za wrzesień.
- **Konsensus zakłada, że we wrześniu inflacja CPI w USA ponownie wzrosła, osiągając 3,1% r/r.** Sierpniowe dane (wzrost CPI do 2,9% r/r z 2,7% r/r) sygnalizowały, że proinflacyjny efekt ceł zaczął się materializować. Impet inflacji (m/m, średnia ruchoma 6m), zarówno w ujęciu *headline*, jak i bazowym, odbił w górę od lokalnego minimum osiągniętego w lipcu. O ile inflacja nie zaskoczy istotnie w górę, nie sądzimy by dane zagroziły perspektywie obniżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Fed.
- **W przypadku PMI oczekiwane jest utrzymanie wskaźników na poziomach zbliżonych do obserwowanych we wrześniu.** W strefie euro prognozowany jest minimalny wzrost indeksu koniunktury w przemyśle i usługach, a w USA – marginalny spadek.
- **Krajowe dane za wrzesień były pod pozytywnym wpływem kalendarza. Wzrost produkcji przemysłowej najpewniej przyspieszył (wg konsensusu do 4,6% r/r a wg nas do 5,2% r/r). Poprawiła się też prawdopodobnie dynamika produkcji budowlanej (kons.: -2,3% r/r, PKOe: -2,4% r/r wobec -6,9% r/r w sierpniu), a sprzedaż detaliczna najpewniej wzrosła**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

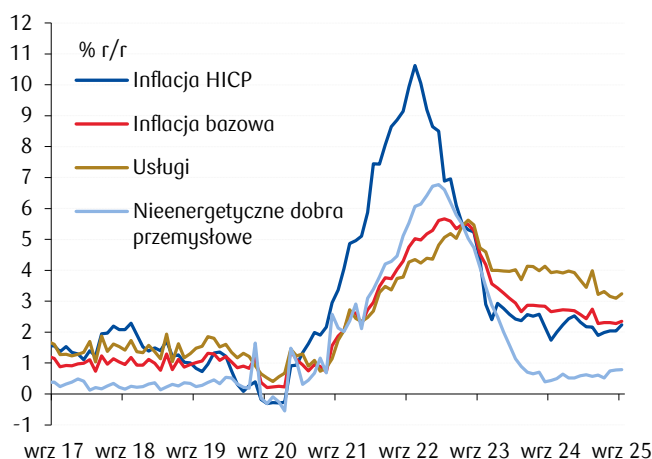
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

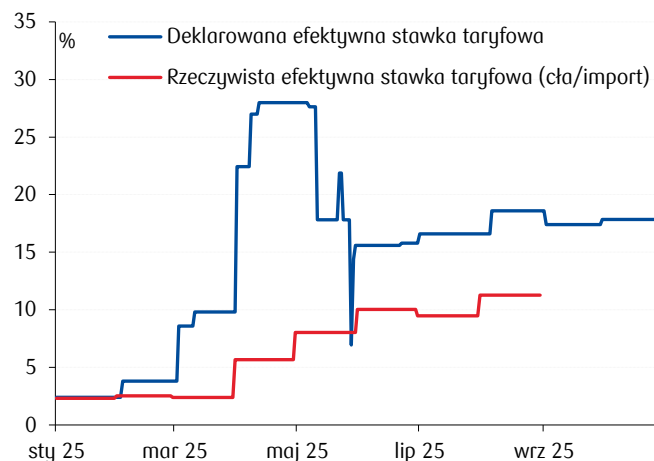
	Wartość 2025-10-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2425	-0,1
USDPLN	3,6362	0,0
CHFPLN	4,5879	0,3
GBPPLN	4,8880	0,1
EURUSD	1,1668	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,11	0
PL5Y	4,81	3
PL10Y	5,43	0
DE10Y	2,58	1
US10Y	4,00	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 764,8	-0,4
DAX	23 831,0	-1,8
S&P500	6 664,0	0,5
Nikkej**	48 932,5	2,8
Shanghai Comp.**	3 865,5	0,7
Surowce:		
Złoto	4242,50	-0,6
Ropa Brent	61,29	0,4

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 HICP w strefie euro



Efektywne stawki celne w USA*



Źródło: Eurostat, Macrobond, Yale Budget Lab, PKO Bank Polski. *Deklarowana efektywna stawka celna na podstawie szacunków Yale Budget Lab.

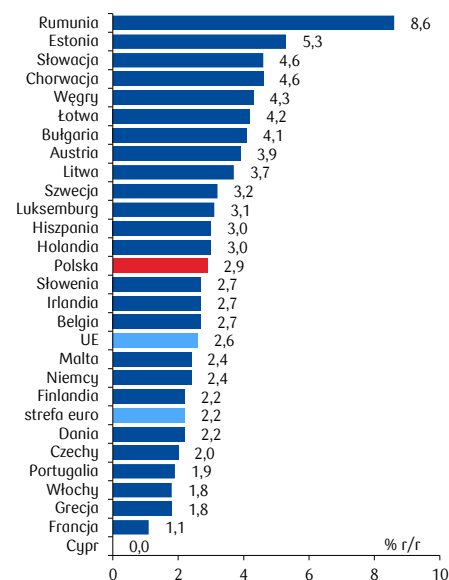
o ponad 6% r/r (PKOe: 6,3% r/r, kons.: 6,8% r/r wobec 3,1% r/r w sierpniu). Taki układ danych wspierałby oczekiwania, że 3q25 przyniesie dalsze przyspieszenie dynamiki PKB.

- **Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu najpewniej wzrosła** (PKOe: 7,7% r/r, kons.: 7,4% r/r wobec 7,1% r/r w sierpniu). Wzrost lekko podbijał efekt niskiej bazy z września 2024. Zakładamy, podobnie jak konsensus, że **spadek zatrudnienia w ubiegłym miesiącu utrzymał się na poziomie -0,8% r/r**. Jednocześnie nieznacznie wzrosło bezrobocie – według wstępnego szacunku MRiPS **stopa bezrobocia rejestrowanego zwiększyła się do 5,6%** z 5,5% w sierpniu. Źródłem tego wzrostu nadal upatrujemy w zmniejszonej (przez zmianę przepisów) liczbie wyrejestrowań bezrobotnych.
- **We wtorek MNB podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych**. Pomimo rosnącej presji na obniżkę stóp ze strony rządu, oczekujemy stabilizacji głównej stopy na poziomie 6,50%.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: D.Trump ocenił, że podwyżki ceł wobec Chin nie są trwałą zmianą**, choć - jak podkreślił - został do nich zmuszony przez działania Pekinu. Obecne stawki celne na poszczególne towary sięgają nawet 145% i są czasowo zawieszane, do 10 listopada, w ramach 90-dniowych rozejmów handlowych. **D.Trump zapowiedział możliwość nałożenia kolejnych ceł w wysokości 100% na chińskie towary do 1 listopada** i zasugerował, że może odwołać planowane spotkanie z X.Jinpingiem podczas szczytu APEC w Korei Południowej. Jednocześnie zapewnił, że „dogaduje się świetnie” z przywódcą Chin i liczy na „uczciwe porozumienie”.
- **EUR: Inflacja HICP w strefie euro we wrześniu wzrosła do 2,2% r/r** wobec 2,0% r/r w sierpniu, potwierdzając wstępny szacunek. Wzrost inflacji wynikał głównie z **efektów bazowych w cenach energii** – ich spadek spowolnił do 0,4% r/r we wrześniu wobec 2% r/r w sierpniu. **Inflacja bazowa wzrosła do 2,4% r/r** z 2,3% r/r, co było wynikiem przyśpieszenia inflacji cen usług do 3,2% r/r (+0,1 pp m/m). Wysoka inflacja w usługach utrzymuje się przez szybko rosnący popyt w tym sektorze. Poza efektami statystycznymi oraz utrzymującą się presją inflacyjną w usługach, **procesy inflacyjne są stabilne**. Wraz ze schłodzeniem popytu w usługach, obniżyć powinna się inflacja bazowa. **W całej UE inflacja HICP wzrosła do 2,6% r/r** (o 0,2 pp m/m). Liderem wzrostu cen pozostaje Rumunia (8,6% r/r), natomiast **Polska z inflacją HICP 2,9% r/r plasuje się lekko powyżej średniej UE**.
- **EUR: G.Simkus (Bank Litwy, EBC) ocenił, że osłabienie koniunktury może wymusić dalsze obniżki stóp w najbliższych miesiącach**. Wskazał na pogorszenie sytuacji w niemieckim przemyśle, konsolidację fiskalną we Francji, hamowanie płac w strefie euro, a także wzrost importu z Chin oraz umocnienie euro, co razem oznacza słabszy wzrost gospodarczy i presję dezinflacyjną. Jego zdaniem uzasadnione byłoby więc „cięcie stóp w ramach zarządzania ryzykiem”. G. Simkus podkreślił, że grudzień - wraz z nowymi projekcjami, obejmującymi po raz pierwszy 2028 - będzie kluczowy dla decyzji o dalszych ruchach. **Jeśli prognoza inflacji na 2028 będzie wyraźnie poniżej 2%, „należy działać”**. Takich obaw nie ma J.Nagel (Prezes niemieckiego Bundesbanku). W jego ocenie w najbliższych latach inflacja będzie w celu EBC. O.Sleijpen (członek Rady Prezesów EBC, który zastąpił K.Knota na stanowisku prezesa banku centralnego Holandii) ocenił, że polityka pieniężna EBC znajduje się w dobrym miejscu. Jednocześnie podkreślił, że **konieczna będzie reakcja, jeśli dane lub prognozy zaskoczą**. Według niego gospodarka strefy euro „trzyma się całkiem dobrze”, pomimo napięć handlowych, a zatrudnienie pozostaje bliskie potencjału.

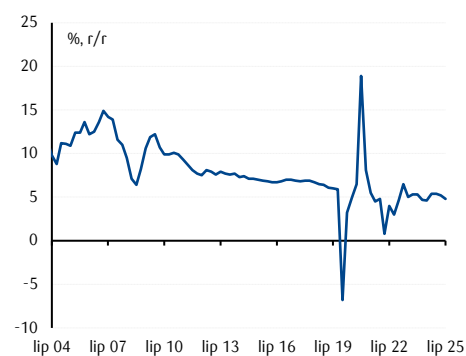
Inflacja HICP w UE we wrześniu 2025



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

- ŚWIAT:** Dyrektor departamentu Azji i Pacyfiku w MFW K.Srinivasan poinformował, że MFW ocenia, iż **globalny wzrost obciążony jest istotnym ryzykiem w związku z ponowną eskalacją napięć handlowych USA-Chiny**. Według MFW, jeśli napięcia przełożą się na wyższe cła i zaburzenia łańcuchów dostaw, globalny wzrost może być niższy o 0,3 pp. Region Azji i Pacyfiku pozostaje odporny m.in. dzięki silnemu eksportowi i boomowi technologicznemu i łagodnemu politycy mix. Ekonomista ostrzegł również, że napięcia handlowe są wciąż dominującym globalnie zagrożeniem, a niepewność polityki handlowej może podbijać premię za ryzyko i stopy procentowe, co zwiększa zagrożenia dla perspektyw wzrostu.
- FRA:** Agencja Standard & Poors obniżyła w piątek rating kredytowy Francji z AA- do A+, poza standardowym kalendarzem rewizji. **Perspektywa nowej oceny jest stabilna**. S&P oczekuje, że Francji uda się osiągnąć cel deficytu budżetowego na ten rok na poziomie 5,4% PKB, jednak przy braku znaczących dodatkowych środków redukujących deficyt budżetowy, konsolidacja budżetowa w prognozowanym horyzoncie będzie wolniejsza niż wcześniej oczekiwano. Jednocześnie niepewność co do finansów publicznych pozostaje podwyższona przed wyborami prezydenckimi w 2027. Agencja spodziewa się, że dług publiczny osiągnie 121% PKB w 2028, w porównaniu ze 112% PKB w 2024. Obniżenie ratingu S&P nastąpiło kilka dni po tym, jak premier S.Lecornu uzyskał poparcie dla nowego rządu kosztem wstrzymania proponowanych przez E.Macrona reform emerytalnych.
- CHN:** PKB w 3q25 wzrósł o 4,8% r/r, po wzroście o 5,2% r/r w 2q, minimalnie powyżej oczekiwań. W ujęciu q/q odnotowano wzrost o 1,1%, nieco silniejszy niż 1,0% odnotowane kwartał wcześniej. Dynamika PKB w ujęciu r/r była najniższa od roku. Narastająco od początku 2025 PKB spowolnił do 5,2% r/r z 5,3% r/r kwartał wcześniej, wydaje się więc że całoroczny plan wzrostu na poziomie około 5,0% nie jest zagrożony. Dane miesięczne zasugerowały, że motorem wzrostu pozostaje popyt zewnętrzny. Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 6,5% r/r, po wzroście o 5,2% r/r w sierpniu i silniej od oczekiwań. Jednocześnie sprzedaż detaliczna spowolniła, zgodnie z oczekiwaniami, do 3,0% r/r z 3,4% r/r miesiąc wcześniej. Komitet centralny partii komunistycznej rozpoczyna dziś prace nad 15. planem pięcioletnim (na lata 2026-2030). Oczekiwane jest zwiększenie wsparcia dla sektora technologicznego, innowacji i bezpieczeństwa.
- POL:** Sejm uchwalił nowelizację ustawy o CIT, która podnosi stawkę podatku dochodowego dla banków z 19% do 30% w 2026, 26% w 2027 i 23% od 2028. Jednocześnie obniżono podatek bankowy z 0,0366% do 0,0329% w 2027 i 0,0293% od 2028. Podwyżka obejmie wszystkie banki, w tym spółdzielcze i SKOK-i. Dla nowych, małych podmiotów (przychody <2 mln EUR) CIT wzrośnie z 9% do 20% w 2026 i spadnie do 16% w 2027, a od 2028 wyniesie 13%. Zmiany mają wejść w życie na początku 2026 (CIT) i 2027 (podatek bankowy). Ustawa trafi teraz do Senatu, a następnie do Prezydenta.

Wzrost PKB Chin



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 października						
EUR: Inflacja HICP (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,2	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,4
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	--	--
Poniedziałek, 20 października						
CHN: Wzrost PKB (3q)	4:00	% r/r	5,2	4,7	--	4,8
GER: Inflacja PPI (wrz.)	8:00	% r/r	-2,2	-1,5	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	7,1	7,4	7,7	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (wrz.)	10:00	% r/r	0,7	4,6	5,2	--
POL: Inflacja PPI (wrz.)	10:00	% r/r	-1,2	-1,0	-1,2	--
Wtorek, 21 października						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (wrz.)	10:00	% r/r	-6,9	-2,3	-2,4	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
Środa, 22 października						
HUN: Stopa bezrobocia (wrz.)	8:30	%	4,4	4,5	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	10:00	% r/r	3,1	6,8	6,3	--
POL: Koniunktura konsumencka (paż.)	10:00	pkt.	-8,3	-9,5	-8,0	--
POL: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	14:00	% r/r	11,1	11,2	11,3	--
Czwartek, 23 października						
POL: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	5,5	5,6	5,6	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	--	--	226	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paż., wst.)	16:00	pkt.	-14,9	-15,0	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (wrz.)	16:00	mln	4,00	4,06	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (wrz.)	--	% r/r	8,3	--	--	--
Piątek, 24 października						
GER: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	9:30	pkt.	49,5	49,5	--	--
GER: PMI w usługach (paż., wst.)	9:30	pkt.	51,5	51,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,9	--	--
EUR: PMI w usługach (paż., wst.)	10:00	pkt.	51,3	51,3	--	--
USA: Inflacja CPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,9	3,1	--	--
USA: Inflacja bazowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,1	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	15:45	pkt.	52,0	51,8	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (wrz.)	16:00	tys.	800	707	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., rew.)	16:00	pkt.	55,0	55,0	--	--

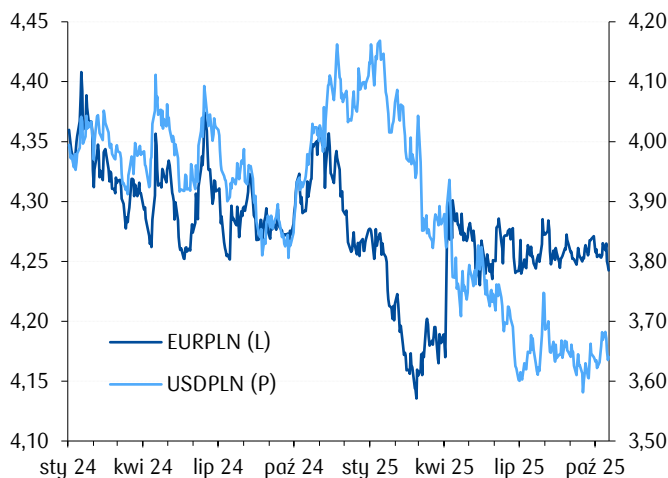
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

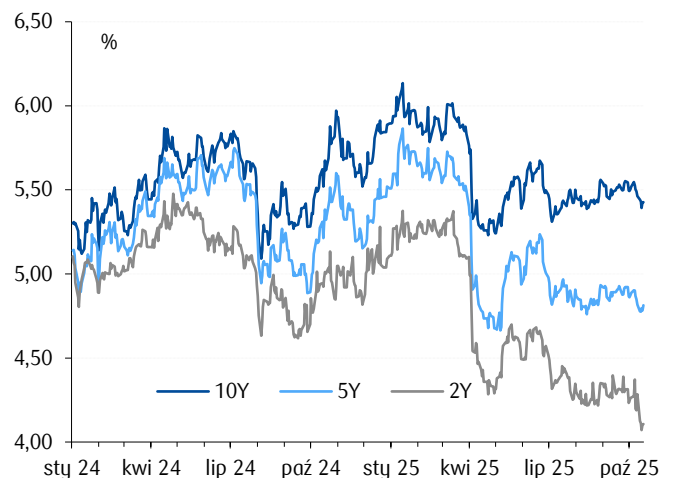
		Wartość 2025-10-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2425	-0,1	-0,5	-0,5	-1,4	-11,7
	USDPLN	3,6362	0,0	-1,3	0,3	-8,3	-26,2
	CHFPLN	4,5879	0,3	0,2	0,6	0,1	-6,6
	GBPPLN	4,8880	0,1	-0,3	0,0	-5,5	-11,4
	EURUSD	1,1668	-0,1	0,8	-0,8	7,5	19,6
	EURCHF	0,9247	-0,4	-0,7	-1,1	-1,6	-5,5
	GBPUSD	1,3392	-0,3	0,7	-0,7	2,7	19,0
	USDJPY	150,43	-0,2	-1,3	1,7	0,5	1,4
	EURCZK	24,30	0,0	-0,1	0,0	-3,7	-1,2
	EURHUF	389,53	0,1	-0,4	-0,3	-2,6	-6,8
Obligacje	PL2Y	4,11	0	-18	-21	-90	-399
	PL5Y	4,81	3	0	-12	-51	-317
	PL10Y	5,43	0	-4	-11	-19	-231
	DE2Y	1,91	-1	-4	-11	-19	-4
	DE5Y	2,16	0	-6	-17	14	4
	DE10Y	2,58	1	-6	-17	39	22
	US2Y	3,46	4	-7	-11	-49	-105
	US5Y	3,59	4	-7	-9	-29	-68
	US10Y	4,00	3	-5	-13	-8	0
	Akcje	WIG	107 764,8	-0,4	-0,2	2,3	30,4
WIG20		2 872,0	-0,5	0,0	2,5	24,7	105,6
S&P500		6 664,0	0,5	1,7	0,0	13,6	86,0
NASDAQ100		24 818,0	0,7	2,5	0,8	22,1	132,1
Shanghai Composite**		3 865,5	0,7	-0,8	1,2	18,5	25,8
Nikkei**		48 934,5	2,8	1,8	8,6	25,5	80,6
DAX		23 831,0	-1,8	-1,7	0,8	21,2	91,6
VIX		20,71	-7,6	-2,5	16,9	13,2	-34,4
Surowce	Ropa Brent	61,3	0,4	-2,3	-8,1	-16,1	-33,1
	Ropa WTI	58,3	0,0	-2,4	-7,5	-16,5	-32,3
	Złoto	4242,5	-0,6	5,9	15,5	56,1	157,6

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

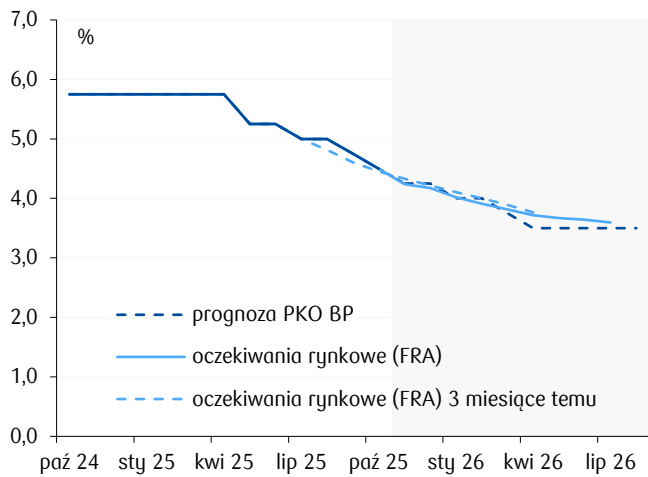
Notowania złotego wobec głównych walut



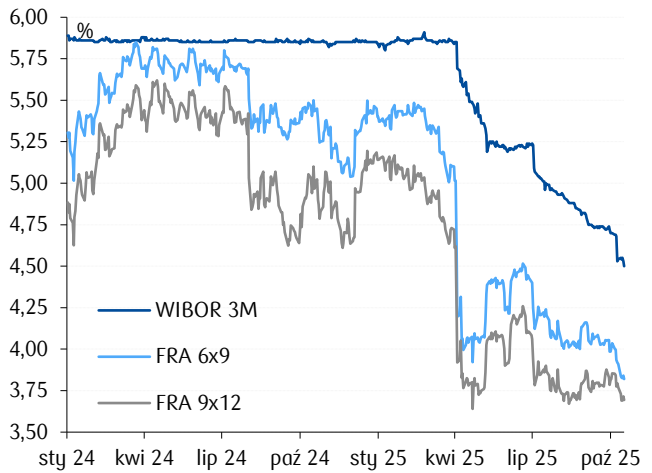
Rentowności polskich obligacji skarbowych



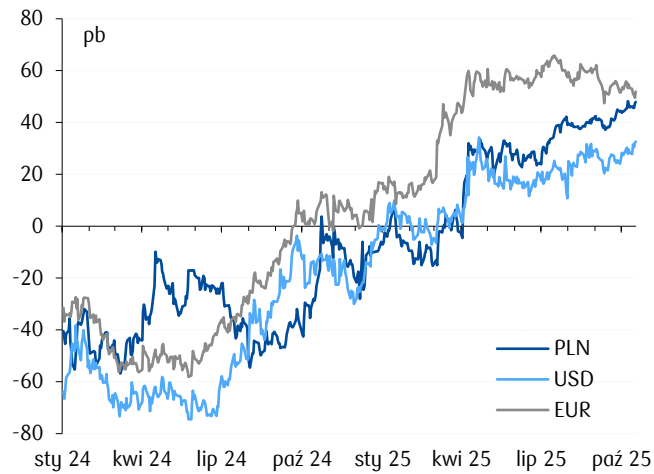
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



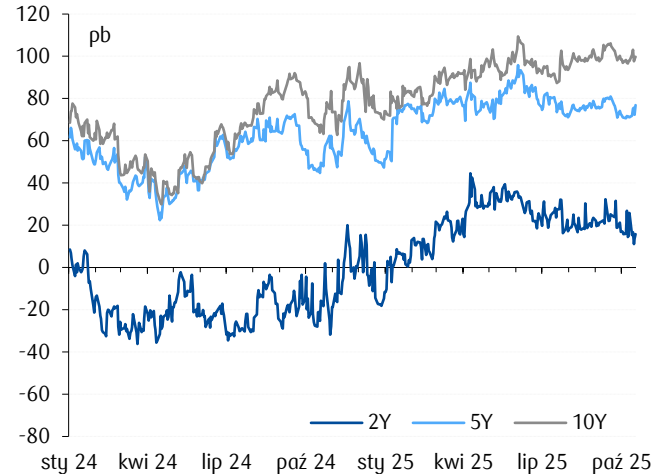
Krótkoterminowe stopy procentowe



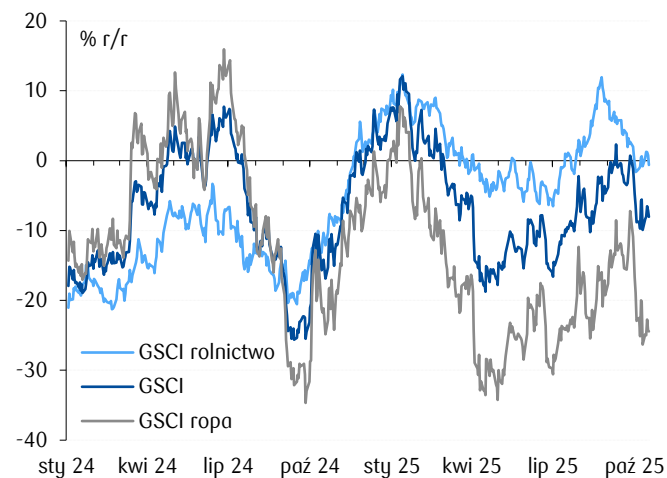
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



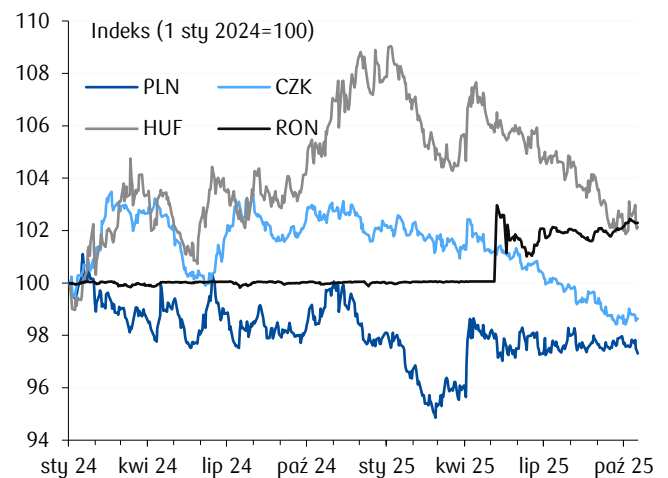
Spread asset swap dla PLN



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.

