

Poprawa nastrojów przedsiębiorstw, pogorszenie konsumentów

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Indeks S&P500 wczoraj oscylował blisko maksimum, choć nieznacznie się obniżył. Na europejskich parkietach dominowały raczej minorowe nastroje, jednak w Polsce WIG wzrósł o 1,3%. Kurs EURUSD był stabilny i na koniec dnia wyniósł 1,16. Złoty umocnił się względem głównych walut – kurs EURPLN spadł poniżej poziomu 4,23 i był najniższy od 25 maja br. Kurs USDPLN spadł poniżej 3,64. Rentowności amerykańskich *Treasuries* były stabilne, rentowności krajowych papierów wzrosły nieco na dłuższym końcu i obniżyły się na krótszym końcu krzywej. Złoto kontynuowało spadki.
- **Dziś lokalnie najważniejsza będzie publikacja Biuletynu Statystycznego GUS, w tym także stopy bezrobocia rejestrowanego we wrześniu** – według szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej wzrosła ona do 5,6% z 5,5% w sierpniu (zgodnie z oczekiwaniami).
- **W strefie euro poznamy wstępne dane o koniunkturze konsumennej w październiku.** Rynkowe oczekiwania zakładają stabilizację nastrojów po umiarkowanym wzroście wskaźnika we wrześniu. Na dalszym planie znajdują się dane o podaży pieniądza w Rumunii we wrześniu.
- **Dane ze Stanów Zjednoczonych najpewniej nie zostaną opublikowane w związku z trwającym od ponad 3 tygodni zawieszeniem działania rządu (*government shutdown*).** W kalendarzu zaplanowane były cotygodniowe dane o liczbie osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych oraz dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym we wrześniu.
- Ponadto wypowiedać się będą P.Lane (główny ekonomista EBC) oraz M.Bowman (zarząd Fed).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Sprzedaż detaliczna w cenach stałych we wrześniu wzrosła o 6,4% r/r (kons.: 6,8% r/r, PKOe: 6,3% r/r) wobec 3,1% r/r w sierpniu, co oznacza wyraźne przyspieszenie dynamiki po słabym lecie.** Wzrost był napędzany głównie efektem niskiej bazy z ub.r., sprzyjającym układem kalendarza (większa liczba dni handlowych) oraz średnioterminową poprawą nastrojów konsumenckich – wskaźnik skłonności do zakupów osiągnął najwyższy poziom od niemal dwóch lat. Mimo to dane wyrównane sezonowo wskazują na lekkie osłabienie aktywności – sprzedaż m/m spadła o 0,6% (sa), co

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

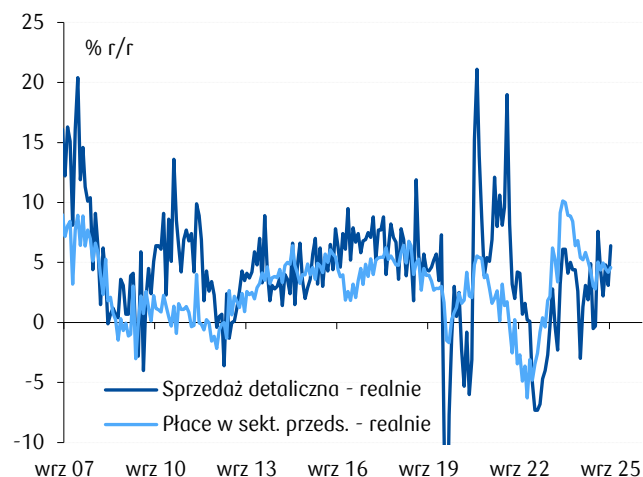
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-10-22	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2235	-0,4
USDPLN	3,6374	-0,5
CHFPLN	4,5715	-0,5
GBPPLN	4,8708	-0,4
EURUSD	1,1612	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,08	3
PL5Y	4,76	3
PL10Y	5,35	-2
DE10Y	2,56	1
US10Y	3,96	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	110 937,6	1,3
DAX	24 151,1	-0,7
S&P500	6 699,4	-0,5
Nikkej**	48 454,6	-1,7
Shanghai		
Comp.**	3 887,3	-0,7
Surowce:		
Złoto	4039,20	-2,5
Ropa Brent	62,59	2,1

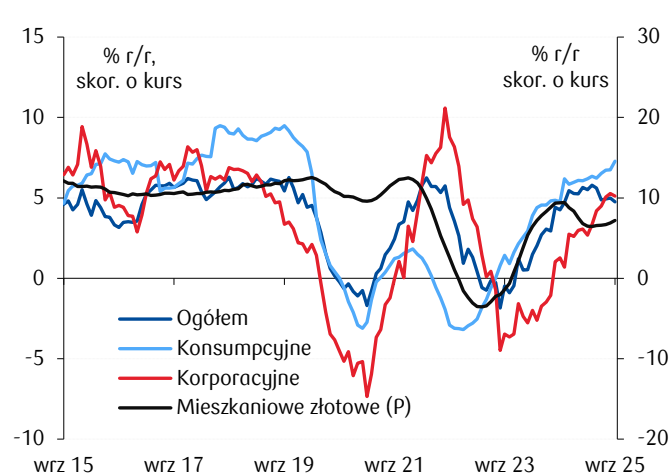
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dynamika sprzedaży detalicznej i płac



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

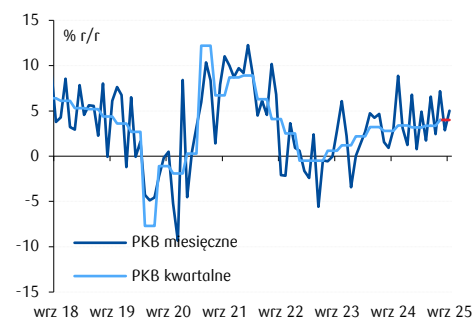
Dynamika kredytów (skorygowanych o kurs walutowy)



sugeruje, że realny popyt pozostaje stabilny i nie znajduje się w fazie silnego ożywienia. Wynik za wrzesień potwierdza kontynuację dalszego wzmocnienia konsumpcji prywatnej w 3q25. W całym roku sprzedaż powinna wzrosnąć o ok. 4% r/r, co będzie najlepszym wynikiem od 2021. **Mając prawie pełny zestaw danych miesięcznych za 3q25, szacujemy, że wzrost PKB w tym kwartale przyspieszył w okolice 4% r/r.** Więcej w Makro Flash: [Nowa stylizacja do szkoły.](#)

- **POL:** Dynamika podaży pieniądza M3 we wrześniu wyniosła 11,1% r/r, tyle samo co w sierpniu i była nieco niższa od oczekiwań (kons. 11,2% r/r, PKOe: 11,3% r/r). Po szeregu zaskoczeń w górę, tym razem kreacja pieniądza nie przyspieszyła. Uwagę zwraca systematyczne przyspieszanie dynamiki gotówki w obiegu – we wrześniu wyniosła ona 13,6% r/r (najwyżej od kwietnia 2022, kiedy podbił ją podwyższony popyt przezrocznościowy w związku z inwazją Rosji na Ukrainę). **Relacja kredytów do PKB we wrześniu wyniosła 40,6% PKB i była najniższa od końca 2007.** Oczekujemy, że niedługo zakończy się okres spadku tego wskaźnika. Więcej w Makro Flash: [Szybko przybywa gotówki.](#)
- **POL:** Wyniki [Szybkiego monitoringu NBP](#) wskazują, że w 3q25 sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw była trudna, ale nieznacznie się poprawiła. Jej dalsza poprawa spodziewana jest w zarówno w 4q25, jak i w perspektywie rocznej. Badanie pokazuje wzrost optymizmu prognoz przedsiębiorstw w odniesieniu do popytu krajowego i pogorszenie kwartalnych perspektyw eksportu. Po lekkim wzroście zatrudnienia w 2q25, kwartalne i roczne prognozy w tym zakresie pogorszyły się. Obniżyła się też skala planowanej podwyżki wynagrodzeń, chociaż odsetek firm planujących podnieść płace nieznacznie wzrósł. W 2q25 wzrost zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw przyspieszył, a w 3q25 poprawiły się oceny dostępności finansowania i jakości jego obsługi. Nie przełożyło się to jednak na wzrost odsetka firm zainteresowanych pozyskaniem kredytu. **Szybki monitoring pokazuje dalszą poprawę nastrojów inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw prywatnych, chociaż pozostają one słabe w sektorze firm zagranicznych.** Optymizm inwestycyjny w przedsiębiorstwach (OPTIN) od czterech kwartałów utrzymuje się na zbliżonym poziomie (36,4% w 3q25), nieznacznie powyżej średniej wieloletniej. **W kwartalnych planach wyraźnie wzrósł odsetek firm deklarujących zamiar rozpoczęcia nowych inwestycji (do 23,1% z 22,0% w 2q25) oraz kontynuację już rozpoczętych (do 95,6% z 93,1%).** Niewielkie zmiany zaszły natomiast w planach inwestycji w perspektywie roku. W obu ujęciach większym optymizmem charakteryzowały się największe przedsiębiorstwa. Aktywności inwestycyjnej będzie sprzyjać rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych – w 3q25 wzrosło ono do 82,4% po przejściowym spadku do 82% w 2q25 i utrzymało się powyżej wieloletniej średniej (81,9%). Badanie pokazuje ponadto dalsze uspokojenie procesów inflacyjnych – spadek odsetka prognozujących wzrost cen i skali podwyżek. **Wyniki monitoringu wpisują się w nasz scenariusz makro – są spójne z kontynuacją wzrostu gospodarczego i stopniowym ożywieniem inwestycji, potwierdzają jednak nierównomierne ożywienie aktywności inwestycyjnej.**
- **POL:** Bieżący wskaźnik koniunktury konsumenckiej (BWUK) w październiku obniżył się do -10,9 pkt. z -8,3 pkt. we wrześniu, silniej od rynkowych oczekiwań i wbrew naszym prognozom poprawy nastrojów (kons.: -9,5 pkt., PKOe: -8,0 pkt.). Wyprzedzający wskaźnik (WWUK) spadł do -6,6 pkt. wobec -4,3 pkt. miesiąc wcześniej. Za pogorszenie BWUK odpowiadają niemal wszystkie kategorie składowe, jednak w największym stopniu przyczyniły się do tego oceny przeszłych i przewidywanych zmian w sytuacji ekonomicznej kraju (odpowiednio -4,9 pkt. m/m oraz -4,6 pkt. m/m). Nieco mniejsze znaczenie miało pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych (-2,1 pkt. m/m w przypadku oceny ostatnich 12 miesięcy, -1,7 pkt. m/m dla prognozowanej sytuacji).

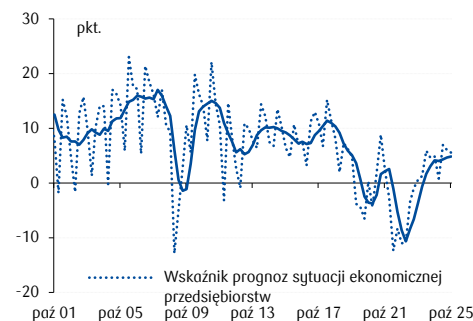
Nowcast PKB*



*Kwartalny PKB (w cenach stałych, 2015=100) interpolowany metodą Littermana, na podstawie danych dotyczących aktywności gospodarczej o wyższej częstotliwości. Dane za 3q25 to szacunki PKO BP.

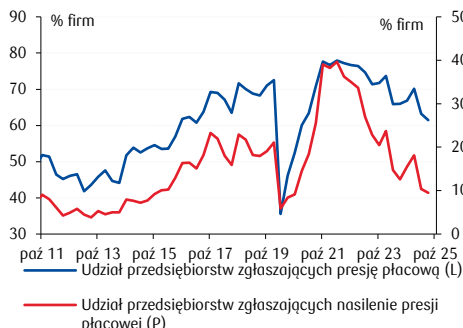
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźnik prognoz sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw



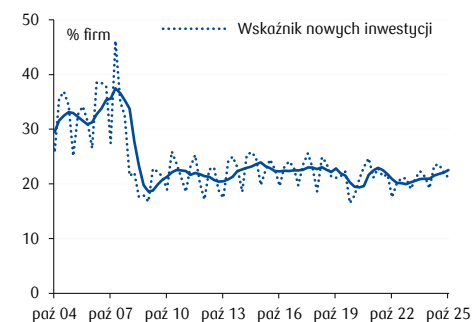
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Miary presji płacowej



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wskaźnik nowych inwestycji

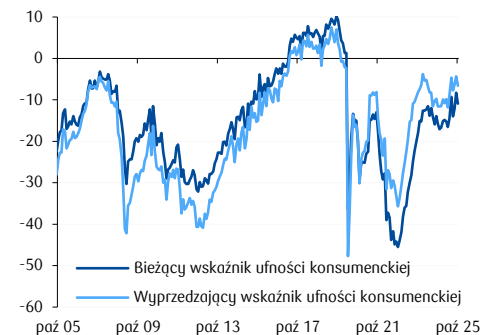


Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Nieznacznie poprawiły się oceny bieżącej możliwości dokonywania ważnych zakupów (+0,3 pkt. m/m). Na spadek WWUK wpłynęły wszystkie kategorie, w tym wspomniane już pogorszenie prognozowanej sytuacji gospodarstw domowych oraz całego kraju, a także prognozowane zmiany poziomu bezrobocia (-2,7 pkt. m/m) oraz przewidywana możliwość oszczędzania pieniędzy (-0,2 pkt. m/m). Zwiększył się odsetek respondentów oczekujących wzrostu inflacji. Mierzone przez GUS raz na kwartał prawdopodobieństwo zakupu samochodu, domu/mieszkania czy dokonania remontu mieszkania obniżyło się we wszystkich 3 kategoriach. **Nastroje konsumentów, pomimo pogorszenia w październiku, są bliskie postpandemicznym maksimum, jednak pozostają zauważalnie poniżej optymizmu obserwowanego przed marcem 2020 (por. wykres na marginesie).**

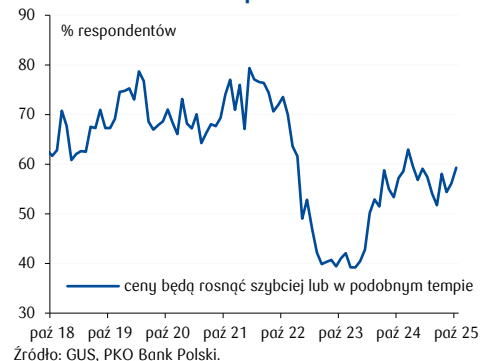
- **POL:** Zagregowany przez nas wskaźnik koniunktury gospodarczej bazujący na danych GUS w październiku wzrósł do -0,7 pkt. sa z -0,8 pkt. sa we wrześniu. Największą poprawę odnotowano w handlu detalicznym (+1,2 pkt. m/m), przemyśle (+0,6 pkt. m/m) oraz informacji i komunikacji (+0,6 pkt. m/m). Nastroje w handlu hurtowym i budownictwie pozostały na poziomie zbliżonym do poprzedniego miesiąca (odpowiednio +0,1 pkt. m/m oraz -0,2 pkt. m/m). Istotne pogorszenie raportowały przedsiębiorstwa z branży finansów i ubezpieczeń (-1,3 pkt. m/m), transportu i gospodarki magazynowej (-1,4 pkt. m/m), a w największym stopniu zakwaterowania i gastronomii (-2,2 pkt. m/m). **Mimo, że nastroje różnią się między branżami, to indeks zagregowany dla całej gospodarki znalazł się na poziomie najwyższym od końca 2021.**
- **EUR:** Wiceprezes EBC L.de Guindos powiedział, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny (stopa depozytowa wynosi 2,00%). Zakładamy, że EBC na posiedzeniu w październiku utrzyma stopy na niezmiennym poziomie.
- **HUN:** Stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu wzrosła do 4,5% z 4,4% w sierpniu, zgodnie z oczekiwaniami. Przeciętny czas poszukiwania pracy wynosił 11,2 miesiąca – 45,6% bezrobotnych szuka pracy krócej niż 3 miesiące, zaś 29,3% od ponad roku nie znalazło pracy.
- **POL:** Minister finansów i gospodarki A.Domański poinformował, że nie widzi potrzeby nowelizacji ustawy budżetowej na 2025.
- **POL:** Z projektu rozporządzenia Rady Ministrów wynika, że planowane jest powołanie pełnomocnika rządu ds. Instrumentu na rzecz Zwiększania Bezpieczeństwa Europy (SAFE), który będzie koordynował działania zmierzające do wykorzystania przez Polskę 43,7 mld EUR pomocy finansowej.

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów w Polsce na rok do przodu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej GUS



Źródło: GUS, 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	--	-1,7
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	7,1	7,4	7,7	7,5
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (wrz.)	10:00	% r/r	0,7	4,6	5,2	7,4
POL: Inflacja PPI (wrz.)	10:00	% r/r	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2
Wtorek, 21 października						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (wrz.)	10:00	% r/r	-6,9	-2,3	-2,4	0,2
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Środa, 22 października						
HUN: Stopa bezrobocia (wrz.)	8:30	%	4,4	4,5	--	4,5
POL: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	10:00	% r/r	3,1	6,8	6,3	6,4
POL: Koniunktura konsumencka (paż.)	10:00	pkt.	-8,3	-9,5	-8,0	-10,9
POL: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	14:00	% r/r	11,1	11,2	11,3	11,1
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	3,0	--
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	--	--

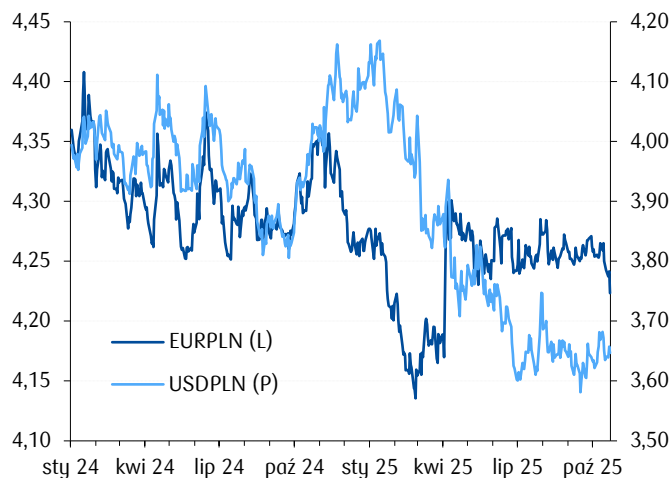
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

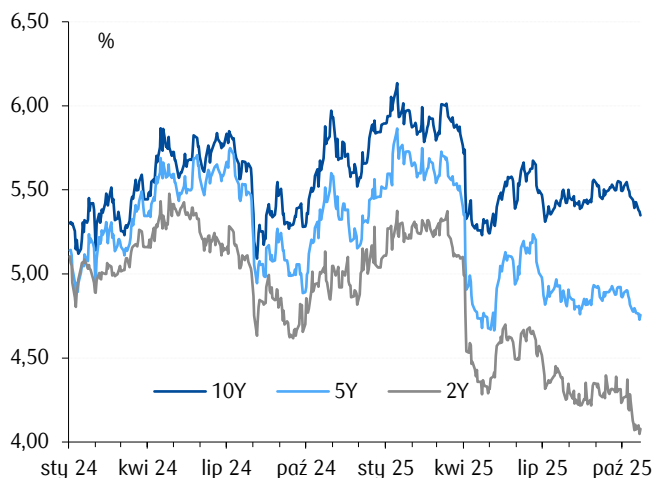
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-10-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2235	-0,4	-0,6	-1,0	-2,9	-11,9
	USDPLN	3,6374	-0,5	-0,5	0,1	-9,9	-25,7
	CHFPLN	4,5715	-0,5	-0,1	0,0	-1,8	-6,3
	GBPPLN	4,8708	-0,4	-0,4	-0,3	-6,5	-11,6
	EURUSD	1,1612	0,1	-0,1	-1,1	7,8	18,6
	EURCHF	0,9239	0,1	-0,5	-1,0	-1,1	-6,0
	GBPUSD	1,3356	-0,1	-0,1	-0,7	3,2	18,6
	USDJPY	151,89	0,0	0,3	2,1	-0,8	1,4
	EURCZK	24,30	0,0	0,1	0,0	-3,8	-0,9
	EURHUF	388,85	-0,2	-0,3	-0,5	-3,6	-6,1
Obligacje	PL2Y	4,08	3	1	-31	-106	-471
	PL5Y	4,76	3	-4	-12	-76	-385
	PL10Y	5,35	-2	-4	-15	-53	-300
	DE2Y	1,92	0	-1	-11	-22	-16
	DE5Y	2,16	1	1	-16	4	-4
	DE10Y	2,56	1	0	-19	25	20
	US2Y	3,44	-1	-6	-16	-63	-111
	US5Y	3,56	0	-7	-16	-49	-80
	US10Y	3,96	0	-8	-19	-28	-17
Akcje	WIG	110 937,6	1,3	2,0	4,1	36,8	138,5
	WIG20	2 958,8	1,6	2,0	4,6	31,1	111,7
	S&P500	6 699,4	-0,5	0,4	0,9	15,6	81,3
	NASDAQ100	24 879,0	-1,0	0,5	1,5	24,0	124,1
	Shanghai Composite**	3 887,3	-0,7	-0,6	0,9	17,7	27,7
	Nikkei**	48 437,2	-1,8	1,6	6,2	27,1	77,7
	DAX	24 151,1	-0,7	-0,1	2,0	24,6	89,5
	VIX	19,30	1,4	-6,7	7,0	0,2	-36,5
	Surowce	Ropa Brent	62,6	2,1	1,1	-9,7	-16,5
Ropa WTI		59,3	1,1	0,4	-9,3	-16,9	-31,0
Złoto		4039,2	-2,5	-3,8	7,6	49,0	147,2

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

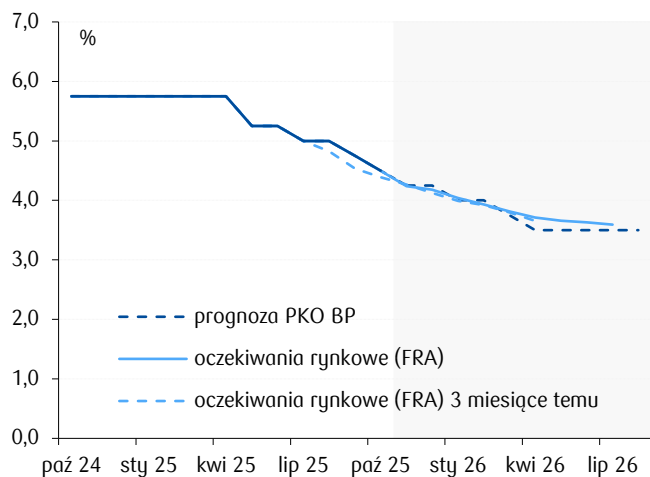
Notowania złotego wobec głównych walut



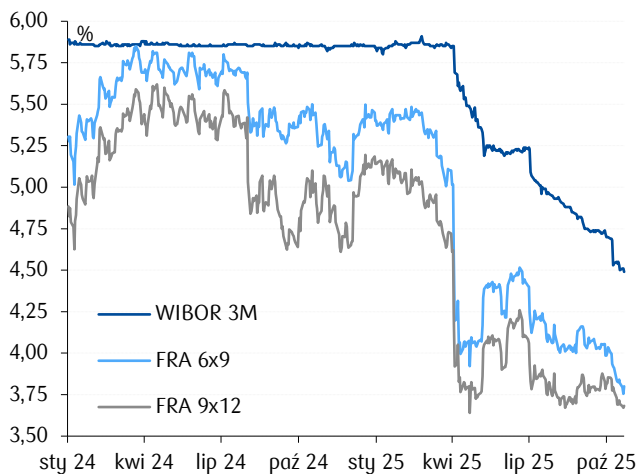
Rentowności polskich obligacji skarbowych



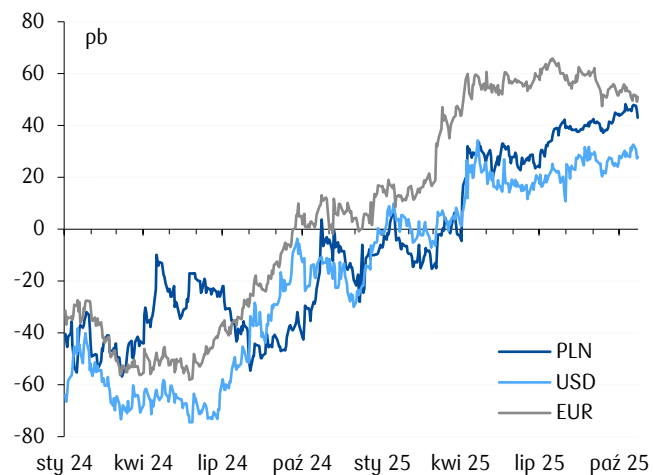
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



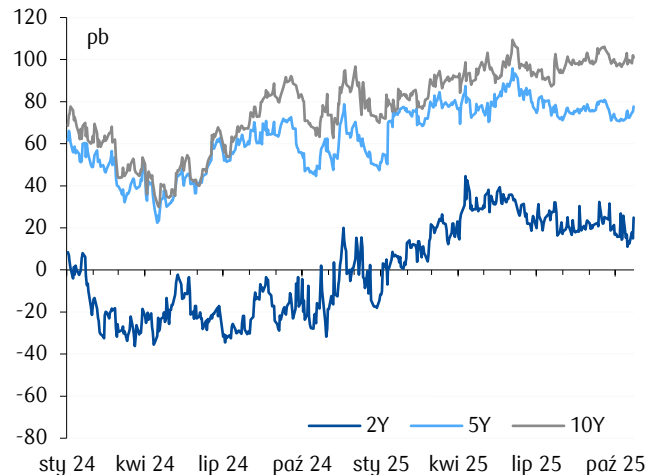
Krótkoterminowe stopy procentowe



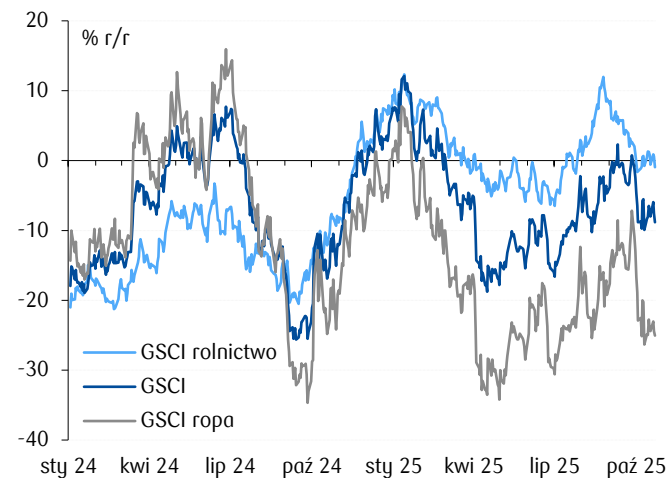
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



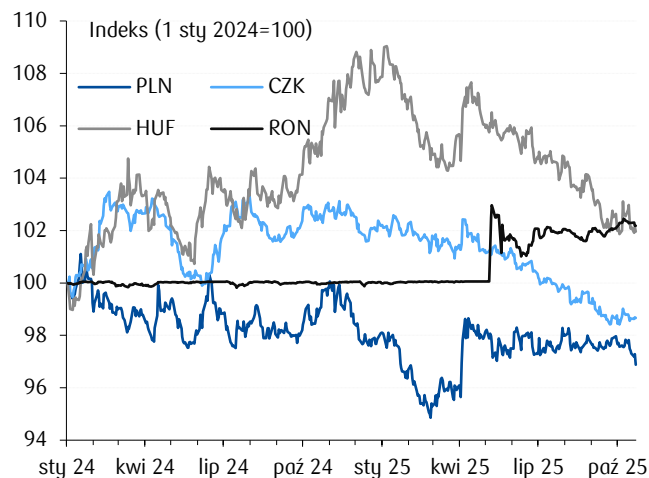
Spread asset swap dla PLN



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.

