

Inflacja w USA niższa od oczekiwań, czas na niższe stopy?

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Na koniec ubiegłego tygodnia indeksy akcyjne w USA rosły, a wspierały je oczekiwania na obniżkę stóp Fed na najbliższym posiedzeniu, wzmocnione przez niższe od prognoz dane o inflacji CPI. W Europie wzrosty na giełdach były istotnie mniejsze. Dolar osłabił się wobec euro, zaś złoty tracił względem głównych walut. EURPLN zakończył tydzień powyżej 4,24, zaś USDPLN powyżej 3,65. Rentowności amerykańskich *Treasuries* obniżyły się, szczególnie na krótszym końcu krzywej.
- **W nadchodzącym tygodniu kluczowe będą posiedzenia EBC (czw., wg nas stopy zostaną bez zmian) oraz Fed (śr., oczekujemy obniżki o 25pb).** Równocześnie opublikowane zostaną pierwsze szacunki PKB za 3q25 w Europie. W USA, z uwagi na trwający *government shutdown*, publikacja danych makro prawdopodobnie będzie wstrzymana. **W Polsce poznamy wstępny odczyt inflacji CPI za październik**, która wg nas nieznacznie wzrośnie. **Kluczowe wydarzenie geopolityczne to z kolei tournée D.Trumpa po Azji, w ramach którego w czwartek dojdzie do spotkania z Xi Jinpingiem.** Po rozmowach przygotowawczych delegacji USA i Chin S.Bessent oświadczył, że stworzono „udane ramy” do rozmów przywódców i zasugerował, że tymczasowy rozejm celny (amerykańskie cło na Chiny na poziomie 30%, a chińskie na USA 10%) może zostać przedłużony. Prezydent USA potwierdził także gotowość do spotkania z Kim Dzong Unem.
- **Fed stoi przed trudnym zadaniem** - inflacja rośnie, podczas gdy rynek pracy pozostaje w słabej kondycji. Dodatkowo, z powodu paraliżu instytucji publicznych, nie są publikowane oficjalne dane, a Rezerwa Federalna będzie musiała oprzeć się na wskaźniku CPI i nielicznych danych alternatywnych. Dodatkowo firma ADP (zajmująca się przetwarzaniem płac) zawiesiła przekazywanie danych Rezerwie Federalnej. Z dostępnych publicznie danych, takich jak raport ADP za wrzesień, wynika, że **sytuacja na rynku pracy nie uległa poprawie. Jednocześnie inflacja przyspiesza, choć wolniej od oczekiwań** (więcej w przeglądzie wydarzeń). Według *nowcastu* Atlanta Fed, w 3q25 PKB utrzyma silny wzrost na poziomie 3,8% q/q saar, taki sam jak w poprzednim kwartale. **Członkowie FOMC sygnalizują potrzebę obniżek stóp, podkreślając, że kluczowe znaczenie ma stabilizacja rynku pracy, a wyższe cła nie stanowią obecnie istotnego ryzyka dla inflacji. W efekcie,**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

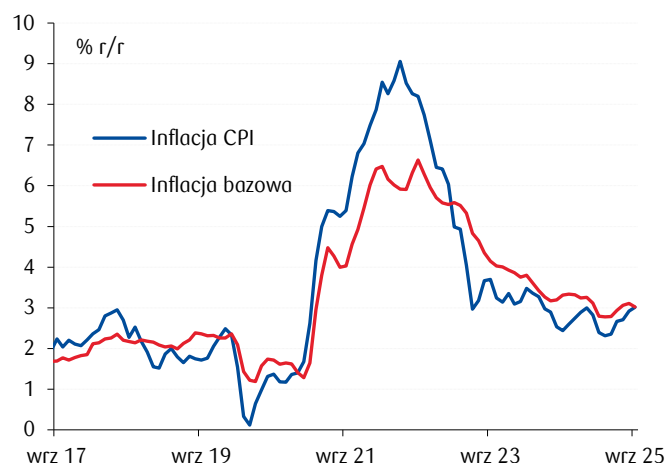
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-10-24	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2462	0,4
USDPLN	3,6523	0,3
CHFPLN	4,5924	0,3
GBPPLN	4,8603	0,2
EURUSD	1,1626	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,08	0
PL5Y	4,78	2
PL10Y	5,39	-1
DE10Y	2,62	5
US10Y	4,00	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 427,8	-0,1
DAX	24 239,9	0,1
S&P500	6 791,7	0,8
Nikkej**	50 466,6	2,4
Shanghai Comp.**	3 992,3	1,1
Surowce:		
Złoto	4121,36	-0,6
Ropa Brent	65,94	-0,1

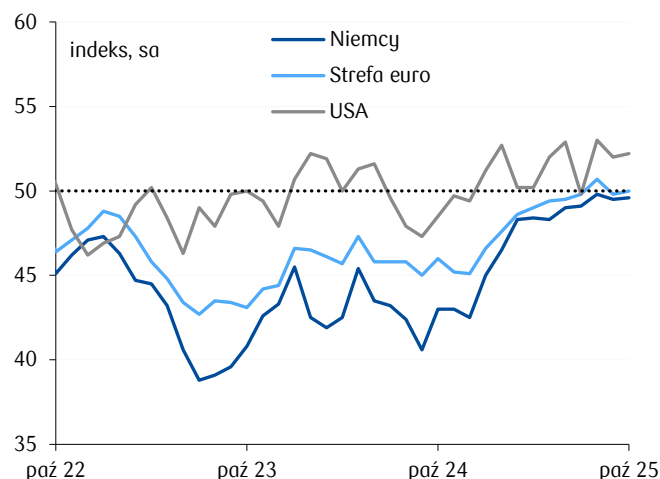
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI w USA



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik PMI w przetwórstwie



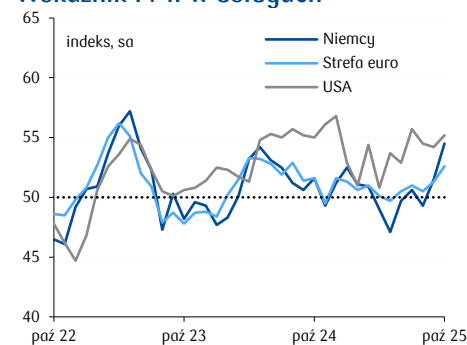
podobnie jak konsensus rynkowy, spodziewamy się obniżek stóp o 25pb i w październiku, i grudniu.

- Członkowie Rady Prezesów EBC jednogłośnie wskazują, że w październiku nie nastąpi obniżka stóp procentowych, a stopa depozytowa pozostanie na poziomie 2%. Inflacja w strefie euro znajduje się blisko celu, a gospodarka wchodzi w okres ożywienia, co sugeruje, że stopy powinny pozostać na obecnym, neutralnym poziomie. Niemniej jednak, wśród przedstawicieli bardziej gołębiej frakcji Rady Prezesów pojawiają się głosy, że jeśli grudniowa projekcja wskaże inflację poniżej celu, a wzrost gospodarczy nie będzie zadowalający, w grudniu może pojawić się przestrzeń do kolejnej obniżki stóp o 25pb. Dlatego istotna będzie analiza komunikatu po decyzji pod kątem przestrzeni do obniżki na następnym posiedzeniu.
- Również japoński BoJ będzie podejmował decyzję ws. stóp procentowych. Powszechnie oczekuje się, że stopy pozostaną bez zmian. Choć inflacja w Japonii utrzymuje się nieco powyżej celu 2%, to kluczowymi czynnikami wpływającymi na decyzje BoJ będą dalszy rozwój płać, stabilność rynku pracy oraz globalne ryzyka. Wypowiedzi członków BoJ sugerują, że potrzeba kolejnych podwyżek rośnie, ale na razie preferują podejście „wait and see”.
- Dziś z Niemiec napłyną dane o indeksie Ifo – po silnym tąpnięciu we wrześniu spodziewana jest ponowna poprawa nastrojów. W trakcie tygodnia z Europy napłyną wskaźniki aktywności gospodarczej (czw.) i wstępna inflacja HICP (pt.) za październik. Oczekuje się, że wzrost PKB w strefie euro w 3q25 spowolnił do 1,2% r/r z 1,5% r/r poprzednio. W największej gospodarce, czyli Niemczech, oczekuje się, że gospodarka pozostała blisko stagnacji. Dla państw naszego regionu konsensus wskazuje, że wzrost PKB w Czechach utrzyma się na poziomie 2% r/r. W przypadku Węgier oczekiwania są umiarkowanie optymistyczne, po 3 kwartałach bliskich stagnacji, PKB ma wzrosnąć o 1% r/r. Poza tym w tym tygodniu poznamy wskaźnik ESI za październik, który najpewniej pokaże nieznaczną poprawę nastrojów gospodarczych. Inflacja HICP w strefie euro w październiku pozostanie prawdopodobnie stabilna na poziomie z września, zarówno w wersji headline (2,2% r/r), jak i bazowej (2,4% r/r).
- W kraju jedyną wartą uwagi publikacją będzie wstępna inflacja CPI za październik. Wstępnie oczekujemy jej lekkiego wzrostu. W danych zobaczymy efekt wprowadzenia systemu kaucyjnego. Teoretycznie nie powinno to mieć bezpośredniego wpływu na inflację, gdyż GUS uwzględnia „czyste” obserwowane ceny produktów, niemniej w praktyce niektórzy producenci mogli przerzucić na napoje część kosztów związanych z systemem kaucyjnym. Odczyt inflacji będzie istotny dla RPP, gdyż decyzja o obniżce stóp na listopadowym posiedzeniu wydaje się być na ostrzu noża. Choć kluczowe znaczenie będzie miała nowa projekcja, to ewentualne zaskoczenie inflacją w dół zwiększyłoby prawdopodobieństwo spadku stóp.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** Inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 3,0% r/r z 2,9% r/r. Jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżyła się do 3,0% r/r z 3,1% r/r miesiąc wcześniej. Dane były niższe od rynkowych oczekiwań. Obniżyła się roczna dynamika cen w większości kategorii, w tym w kategorii mieszkanie (do 3,9% z 4,0%) oraz żywność i napoje (do 3,0% z 3,1%). Ceny energii wzrosły o 2,8% r/r. W ujęciu miesięcznym indeks CPI wzrósł o 0,3%, zaś jego bazowa wersja o 0,2%. Lepszy od oczekiwań odczyt wspiera oczekiwania na obniżkę stóp Fed na najbliższym posiedzeniu. Jest ona już niemal w pełni wyceniana przez rynek. My także spodziewamy się, że FOMC obniży przedział dla stopy *fed funds* do 3,75-4,00%.
- **GER:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w październiku nieznacznie wzrósł, osiągając poziom 49,6 pkt. wobec 49,5 pkt. we wrześniu. Jednocześnie wskaźnik PMI w usługach wzrósł do

Wskaźnik PMI w usługach

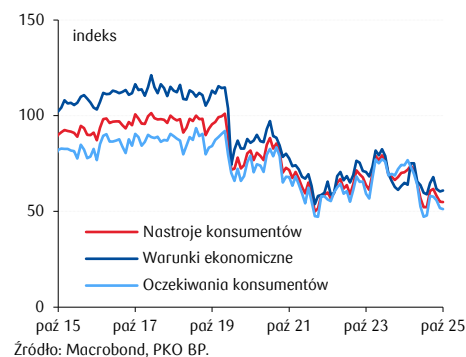


Źródło: Macrobond, PKO BP.

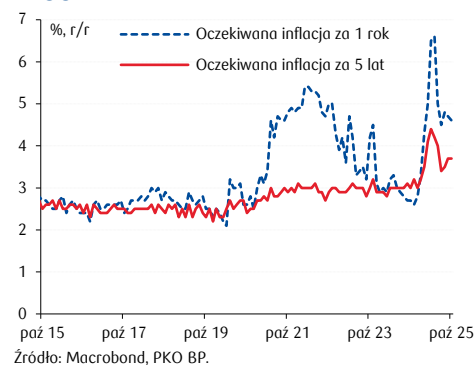
54,5 pkt. z 51,5 pkt. miesiąc wcześniej, istotnie przewyższając rynkowe oczekiwania (kons.: 51,0 pkt.) i osiągnął najwyższy poziom od ponad 2 lat. Po nieznacznych spadkach w sierpniu i wrześniu nowe zamówienia wróciły do wzrostów i choć ich skala była niewielka, to okazała się największa od kwietnia 2022. Po raz drugi w ciągu ostatnich 3,5 roku wzrost popytu był powszechny, zarówno w sektorze przemysłowym, jak i w usługach. Popyt zagraniczny pozostaje osłabiony, a zamówienia eksportowe nieco się obniżyły. Mimo wzrostu zamówień ogółem, zatrudnienie spadło 7. miesiąc z rzędu. Oczekiwania co do przyszłości obniżyły się do najniższego poziomu od kwietnia, jednak pozostają dobre.

- EUR:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w październiku wzrósł do 50,0 pkt. z 49,8 pkt., osiągając tym samym poziom neutralny i sygnalizując zbliżające się ożywienie. Wskaźnik w usługach poprawił się do 52,6 pkt. z 51,3 pkt. W ujęciu geograficznym wskaźnik produkcji w strefie euro rósł dzięki ożywieniu w Niemczech, a także w strefie euro po wyłączeniu Niemiec i Francji, gdzie wzrost produkcji był najszybszy od 2,5 roku. Z kolei we Francji produkcja obniżała się 14. miesiąc z rzędu, a jej spadek był najgłębszy od lutego. Aktywność przedsiębiorstw rosła w odpowiedzi na napływ nowych zamówień, najsilniejszy od kwietnia 2023, napędzany przez zamówienia w sektorze usług. Nowe zamówienia zagraniczne kontynuowały trend spadkowy. Zatrudnienie rosło po nieznacznym spadku we wrześniu. Nastroje co do przyszłej sytuacji pogarszały się i osiągnęły poziom najniższy od 5 miesięcy (poniżej długookresowej średniej). Gorsze nastroje panowały w Niemczech i Francji, zaś w pozostałych państwach strefy euro powszechne było przekonanie, że w przeciągu najbliższego roku produkcja wzrośnie.
- USA:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w październiku nieznacznie wzrósł do 52,2 pkt. z 52,0 pkt. we wrześniu. Jednocześnie wskaźnik PMI w usługach poprawił się do 55,2 pkt. z 54,2 pkt. miesiąc wcześniej. Wskaźnik produkcji wzrósł względem września i od 33 miesięcy przekracza poziom neutralny. Napływ nowych zamówień był istotnie wyższy dzięki solidnemu popytowi krajowemu i przy silnym spadku nowych zamówień eksportowych. Firmy zgłaszające spadek sprzedaży m.in. do Chin i Europy często obwiniały za to politykę celną. Zatrudnienie dalej rosło, silniej niż we wrześniu. Oczekiwania na najbliższy rok spadły do jednego z najniższych poziomów obserwowanych w ostatnich 3 latach.
- USA:** Indeks Uniwersytetu Michigan mierzący nastroje konsumentów w USA w październiku wyniósł 55,0 pkt., potwierdzając wstępny odczyt i wobec 55,1 pkt. we wrześniu. Lepsze niż miesiąc temu były oceny bieżącej sytuacji, zaś gorsze oczekiwania co do przyszłości. Oczekiwania inflacyjne nie zostały zrewidowane i wynoszą 3,7% dla inflacji w perspektywie 5 lat oraz 4,6% dla inflacji oczekiwanej za rok. Najlepsze nastroje deklarują wyborcy Partii Republikańskiej (98,2 pkt.), istotnie słabsze są nastroje wyborców niezależnych (53,9 pkt.), zaś najgorsze wyborców Partii Demokratycznej (36,3 pkt.) – por. wykres na marginesie.
- POL:** Wiceminister energii W.Wrochna powiedział, że Polska rozpoczęła rozmowy w ramach procesu wyboru dostawcy technologii dla 2. elektrowni jądrowej. O odbyły się już rozmowy z przedstawicielami USA i Francji, planowane są z Kanadą. Polska oczekuje na odpowiedź Korei Południowej.
- POL:** Minister energii M.Motyka powiedział, że powinno być więcej czasu na to, by dostosować się do systemu ETS2 albo żeby go zmienić, stąd w konkluzjach ze szczytu UE mowa o rewizji. Dodał, że zmienione powinny być m.in. ceny uprawnień do emisji w ETS2 i zasady systemu.
- USA-CAN:** D.Trump nałożył dodatkowe cło w wysokości 10% na import z Kanady. Jak poinformowano, decyzja jest reakcją na dalsze emisje kanadyjskiej reklamy, wykorzystującej archiwalną wypowiedź R.Reagana, w której krytykował on cła.

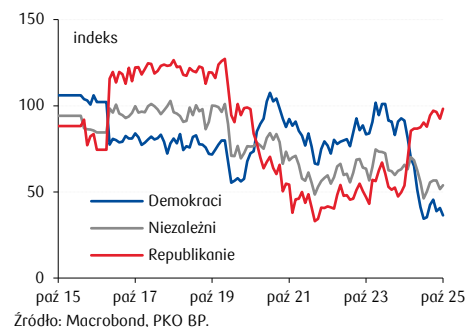
Indeks Uniwersytetu Michigan



Oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA



Nastroje konsumentów według preferencji partyjnych w USA



Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 października						
GER: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	09:30	pkt.	49,5	49,5	--	49,6
GER: PMI w usługach (paź., wst.)	09:30	pkt.	51,5	51,0	--	54,5
EUR: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,9	--	50,0
EUR: PMI w usługach (paź., wst.)	10:00	pkt.	51,3	51,3	--	52,6
USA: Inflacja CPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,9	3,1	3,0	3,0
USA: Inflacja bazowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,1	--	3,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź., rew.)	16:00	pkt.	55,1	55,0	--	55,0
Poniedziałek, 27 października						
GER: Indeks Ifo (paź.)	10:00	pkt.	87,7	88,0	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	2,9	2,7	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	13:30	% m/m	2,9	0,3	--	--
Wtorek, 28 października						
USA: Ceny nieruchomości (sie.)	14:00	% r/r	1,82	1,40	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paź.)	15:00	pkt.	94,2	93,8	--	--
Środa, 29 października						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	13:30	mld USD	-85,5	-90,0	--	--
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	4,00-4,25	3,75-4,00	3,75-4,00	--
Czwartek, 30 października						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,50	0,50	0,50	--
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	0,1	1,0	--	--
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,3	--	--
GER: Stopa bezrobocia (paź.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	0,2	0,3	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paź., rew.)	11:00	pkt.	-14,9	-14,2	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paź.)	11:00	pkt.	95,5	95,8	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,5	1,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wzrost PKB (3q)	13:30	% q/q saar	3,8	3,0	--	--
GER: Inflacja CPI (paź., wst.)	14:00	% r/r	2,4	2,2	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,00	2,00	2,00	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,15	2,15	2,15	--
Piątek, 31 października						
POL: Inflacja CPI (paź., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,0	--
EUR: Inflacja HICP (paź., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,4	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (wrz.)	13:30	% r/r	2,7	2,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (wrz.)	13:30	% r/r	2,9	2,9	--	--

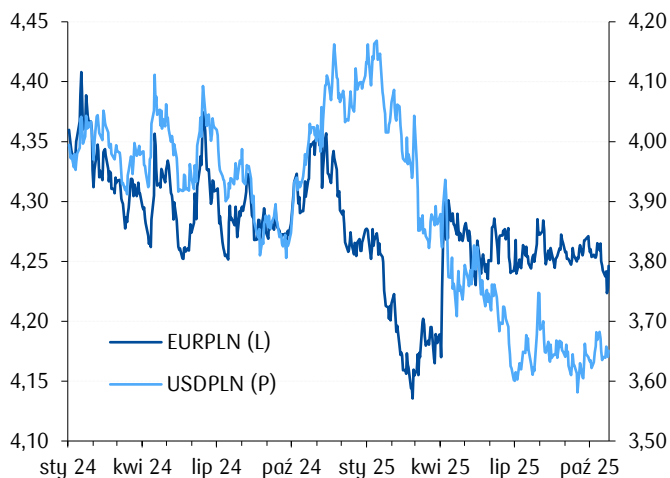
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

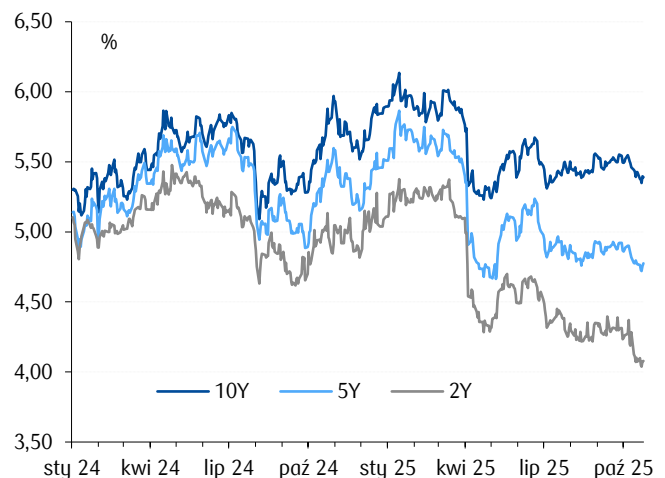
		Wartość 2025-10-24	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2462	0,4	0,1	-0,5	-2,3	-11,1
	USDPLN	3,6523	0,3	0,4	0,0	-9,0	-25,1
	CHFPLN	4,5924	0,3	0,1	0,4	-0,9	-5,3
	GBPPLN	4,8603	0,2	-0,6	-0,5	-6,8	-11,2
	EURUSD	1,1626	0,1	-0,4	-0,6	7,3	18,7
	EURCHF	0,9246	0,1	0,0	-1,0	-1,5	-6,1
	GBPUSD	1,3300	-0,2	-0,7	-0,8	2,4	19,1
	USDJPY	152,78	0,1	1,6	2,2	0,5	1,9
	EURCZK	24,31	-0,1	0,1	0,0	-3,8	-0,7
	EURHUF	389,70	0,0	0,0	-0,3	-3,5	-5,3
Obligacje	PL2Y	4,08	0	0	-23	-87	-492
	PL5Y	4,78	2	1	-15	-65	-420
	PL10Y	5,39	-1	-4	-16	-41	-337
	DE2Y	1,98	5	7	-5	-17	-6
	DE5Y	2,23	5	7	-11	12	0
	DE10Y	2,62	5	5	-12	33	18
	US2Y	3,48	-1	2	-17	-63	-101
	US5Y	3,60	-1	1	-17	-46	-75
	US10Y	4,00	-1	-1	-19	-25	-22
Akcje	WIG	111 427,8	-0,1	3,4	4,6	38,0	138,3
	WIG20	2 981,2	-0,1	3,8	5,3	32,8	111,2
	S&P500	6 791,7	0,8	1,9	2,2	16,9	81,0
	NASDAQ100	25 358,2	1,0	2,2	3,5	24,6	124,2
	Shanghai Composite**	3 992,3	1,1	4,0	4,3	21,0	31,4
	Nikkei**	50 484,0	2,4	6,1	11,3	33,2	87,7
	DAX	24 239,9	0,1	1,7	2,1	24,5	90,4
	VIX	18,64	-1,5	-10,0	6,5	-6,3	-37,8
Surowce	Ropa Brent	65,9	-0,1	7,6	-6,0	-13,3	-29,5
	Ropa WTI	62,3	-0,3	6,8	-6,4	-13,5	-28,1
	Złoto	4121,4	-0,6	-2,9	9,2	50,4	150,9

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

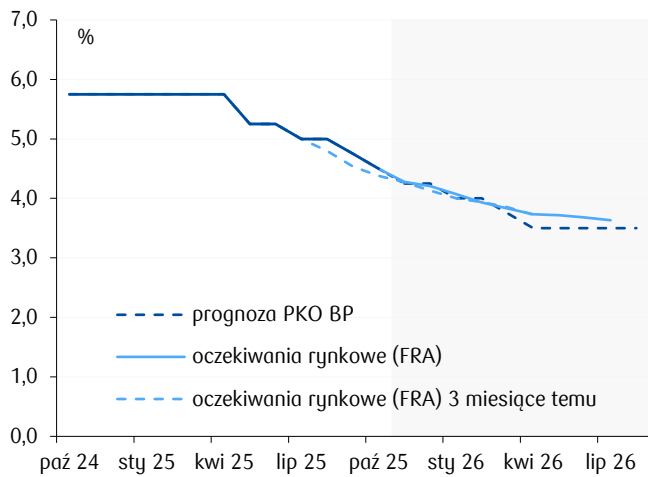
Notowania złotego wobec głównych walut



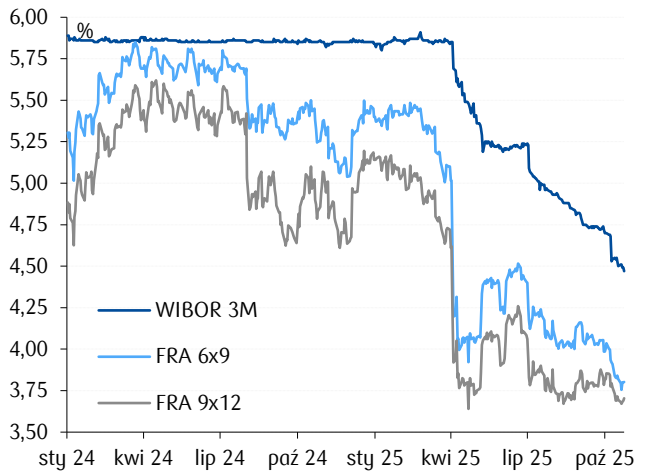
Rentowności polskich obligacji skarbowych



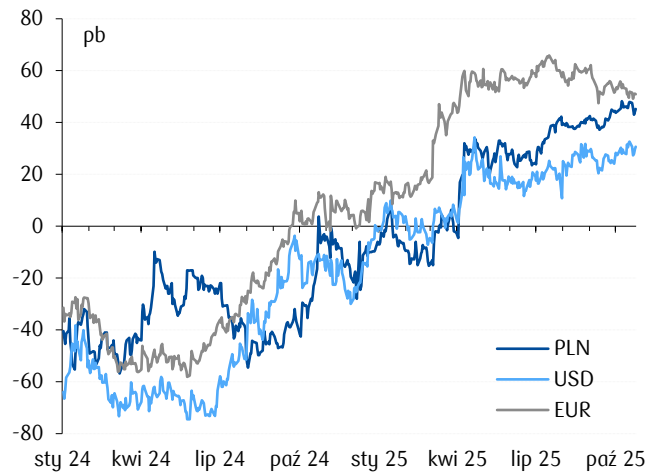
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



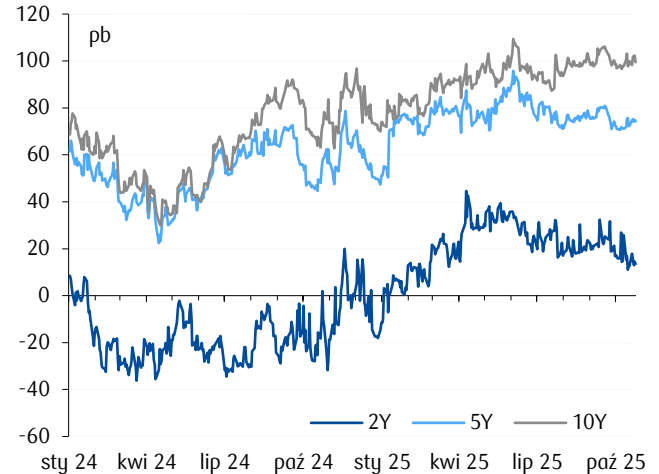
Krótkoterminowe stopy procentowe



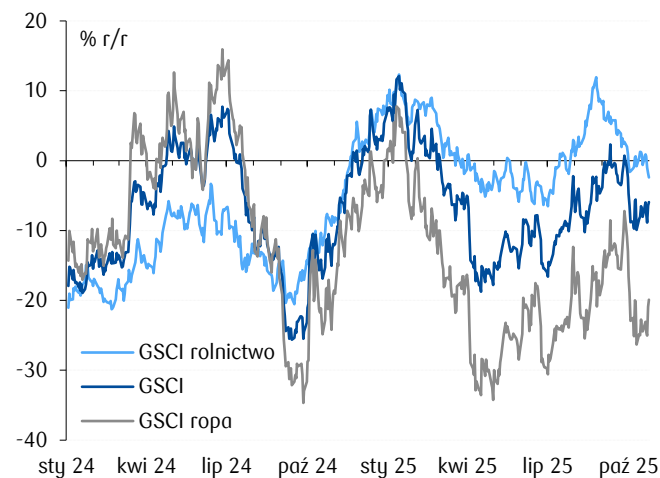
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



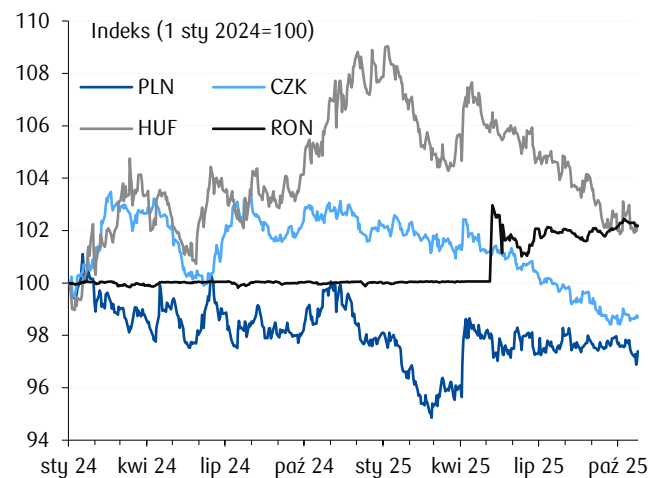
Spread asset swap dla PLN



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.

