

Zarabiamy i oszczędzamy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Indeksy akcji w USA wczoraj lekko rosły, wspierane oczekiwaniami, że rozwój sztucznej inteligencji oraz możliwe obniżki stóp procentowych Fed będą nadal wspierać dynamikę zysków przedsiębiorstw. Jednocześnie pogłębił się spadek notowań złota, a rentowności 10-letnich *Treasuries* spadły. Na GPW obserwowaliśmy wzrosty, w ślad za rynkami bazowymi, wspierane oczekiwaniami na dobre wyniki banków (Alior i Santander dziś, mBank i Pekao jutro). Złoty umocnił się względem euro (4,23) oraz dolara (3,63). Rentowności krajowych obligacji lekko się obniżyły.
- Dzisiejsze posiedzenie FOMC stanowi kluczowy punkt tygodnia – rynek z 98% prawdopodobieństwem wycenia obniżkę stóp procentowych o 25pb, zgodnie z naszym scenariuszem bazowym. Fed znajduje się w trudnym położeniu: inflacja wykazuje tendencję wzrostową (choć wolniejszą od oczekiwań), podczas gdy rynek pracy pozostaje w stagnacji. Brak publikacji oficjalnych danych, wynikający z paraliżu instytucji publicznych, zmusza Rezerwę Federalną do opierania się jedynie na wskaźniku CPI oraz ograniczonych danych alternatywnych. Wrześniowy raport ADP nie wskazuje na poprawę sytuacji w zakresie zatrudnienia. Jednocześnie nowcast Atlanta Fed prognozuje solidny wzrost PKB w 3q25, na poziomie 3,9% q/q saar, zbliżony do tempa z poprzedniego kwartału. W wypowiedziach członkowie FOMC podkreślali konieczność dalszych obniżek stóp, wskazując na priorytet stabilizacji rynku pracy, przy jednoczesnym braku presji inflacyjnej ze strony ceł. Dzisiejsza decyzja wydaje się przesądzona, jednak kluczowe znaczenie będzie miała treść komunikatu – rynek będzie analizował, czy Fed dostrzega przestrzeń do kolejnej obniżki w grudniu, tak jak widzi to konsensus.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Sytuacja gospodarstw domowych w 2q25 nadal się poprawiała. Realny wzrost dochodów do dyspozycji w strefie euro wyniósł 1,3% r/r wobec 0,9% r/r kwartał wcześniej, a w całej UE przyspieszył do 1,9% r/r z 1,4% r/r. Poprawa ta wynika głównie z rosnących dochodów z pracy, wyższych transferów społecznych oraz spadającej inflacji, która w mniejszym stopniu uszczupla nominalne dochody. Lepsza sytuacja dochodowa przekłada się zarówno na wzrost konsumpcji, jak i oszczędności – te ostatnie wzrosły

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

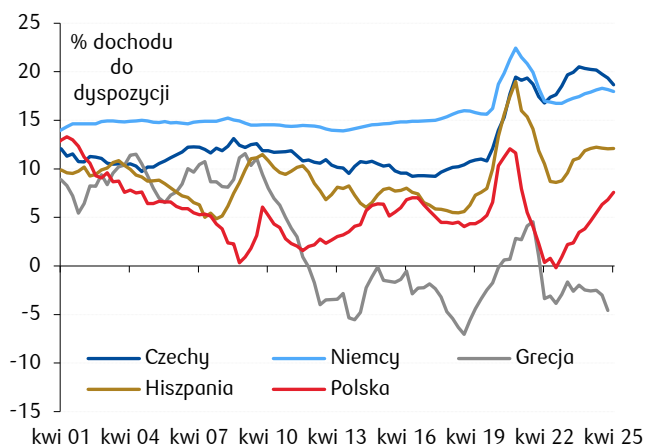
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

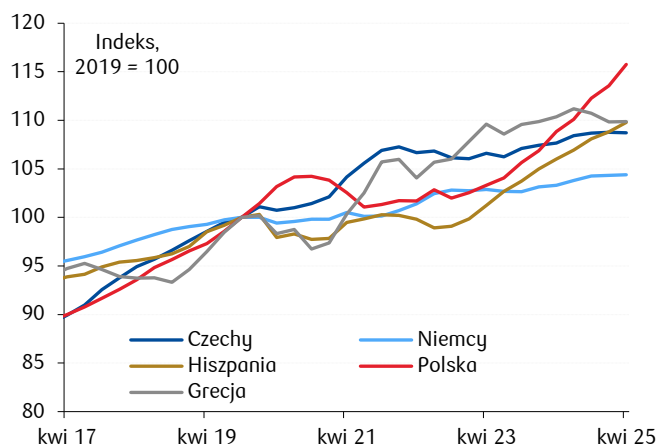
	Wartość 2025-10-28	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2303	-0,1
USDPLN	3,6285	-0,3
CHFPLN	4,5771	0,1
GBPPLN	4,8192	-0,6
EURUSD	1,1659	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,08	-2
PL5Y	4,74	-3
PL10Y	5,40	-2
DE10Y	2,62	0
US10Y	3,98	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	113 459,1	1,7
DAX	24 278,6	-0,1
S&P500	6 890,9	0,2
Nikkei**	51 323,3	1,6
Shanghai Comp.**	4 007,5	0,3
Surowce:		
Złoto	3963,87	-0,7
Ropa Brent	64,40	-1,9

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.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych



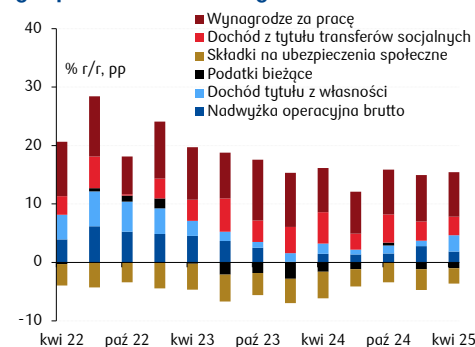
Realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych



o 0,3% q/q (sa) zarówno w UE, jak i w strefie euro. W krajach o relatywnie wysokiej stopie oszczędności, takich jak Niemcy, Węgry czy Czechy, obserwowany jest trend spadkowy w zakresie oszczędzania, co można wiązać z malejącą niepewnością globalną, niższą inflacją oraz spadkiem stóp procentowych. W efekcie gospodarstwa domowe coraz częściej sięgają po zgromadzone środki przeznaczając je na konsumpcję, co wzmacnia popyt wewnętrzny i wspiera wyższy wzrost gospodarczy.

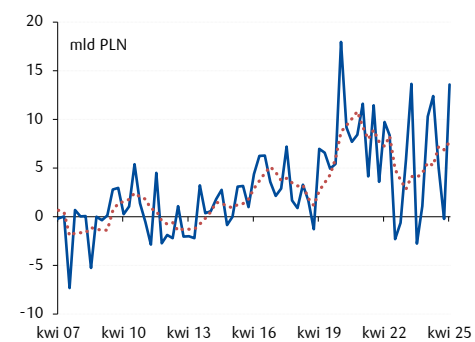
- POL:** W 2q25 realny dochód gospodarstw domowych wzrósł o 7,8% r/r, wyraźnie silniej niż w 1q25 (4,9% r/r) oraz niż w innych państwach UE. Przyspieszenie to wynika głównie ze wzrostu dochodów z własności (m.in. odsetki od oszczędności), wyższych wynagrodzeń oraz spadającej inflacji. Dalej obserwujemy coraz większą nadwyżkę świadczeń społecznych wypłacanych gospodarstwom domowym względem płaconych przez nie składek, co skutkuje - z jednej strony - ograniczeniem nierówności dochodowych, z drugiej zaś generuje presję na saldo fiskalne. Wysoka dynamika dochodów gospodarstw domowych sprzyja zarówno konsumpcji, jak i zwiększeniu oszczędności. Stopa oszczędności w 2q25 wzrosła do 7,6% (średnia ruchoma 4q), osiągając najwyższy poziom od 2004 (z wyłączeniem okresu pandemii). W warunkach utrzymujących się wysokich, dodatnich stóp procentowych można oczekiwać dalszego wzrostu stopy oszczędności, która pozostanie powyżej długookresowej średniej, co będzie też efektem rosnącego udziału gospodarstw domowych zdolnych do regularnego odkładania środków.
- USA:** Indeks zaufania konsumentów wg Conference Board w październiku obniżył się do 94,6 pkt. z 95,6 pkt. miesiąc wcześniej, notując trzeci z rzędu miesięczny spadek i osiągając najniższy poziom od kwietnia. Subindeks oczekiwań spadł do 71,5 pkt., najniżej od czerwca, podczas gdy ocena bieżącej sytuacji nieznacznie wzrosła. Pogarszające się nastroje konsumenckie wynikają głównie z obaw o kondycję gospodarki oraz utrzymujące się wysokie koszty życia. Odsetek respondentów wskazujących, że „trudno o pracę”, wzrósł do 18,4%, natomiast udział osób oceniających dostępność pracy jako „dużą” zwiększył się do 27,8%. Luka między tymi wskaźnikami, traktowana jako barometr rynku pracy, lekko się rozszerzyła, co może sugerować nieznaczną poprawę sytuacji na rynku pracy mimo ogólnego pogorszenia nastrojów. Średnie 12-miesięczne oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostały na nieco podwyższonym poziomie, wzrastając nieznacznie do 5,9% w październiku z 5,8% we wrześniu.
- USA:** W sierpniu ceny domów wzrosły o 1,5% r/r - to najniższa dynamika od ponad dwóch lat i siódmy z rzędu miesiąc spowolnienia tempa wzrostu. Osłabienie presji cenowej wynika z obniżeniu kosztów kredytów hipotecznych oraz rosnącej liczby dostępnych ofert, co sygnalizuje stopniowe przejście rynku mieszkaniowego w fazę równowagi po pandemicznym boomer. Warto odnotować, że wzrost cen nieruchomości był o połowę słabszy niż inflacja CPI, co w średnim horyzoncie może działać dezinflacyjnie na kategorię „schronienie” - obecnie mającą największy wkład do CPI (1,3 pp).
- USA/CHN:** D.Trump zapowiedział obniżenie wynoszących 20% ceł „fentanylowych” (oficjalnie nałożonych w odwecie za wysyłkę przez Chiny fentanylu do USA), uzależniając decyzję od zacieśnienia przez Pekin kontroli nad ich eksportem. Według przedstawicieli administracji USA, krok ten stanowi element szerszego porozumienia, w ramach którego Chiny mają zobowiązać się do ograniczenia wysyłki tych substancji. Finalizacja umowy przewidziana jest na czwartkowe spotkanie Trump-Xi w Gyeongju.
- ISR/PSE:** Izrael przeprowadził serię nalotów na Strefę Gazy, oskarżając Hamas o wielokrotne naruszenia rozejmu zawartego 10 października, który miał zakończyć wojnę w Gazie. Eskalacja nastąpiła po incydencie w Rafah, gdzie izraelski rezerwista zginął w wyniku ostrzału ze strony Hamasu, co Tel Awiw uznał za rażące złamanie warunków porozumienia. Hamas odrzucił

Dekompozycja dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych w Polsce



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Różnica między transferami socjalnymi otrzymanymi przez gospodarstwa domowe a płaconymi składkami na ubezpieczenia społeczne w Polsce



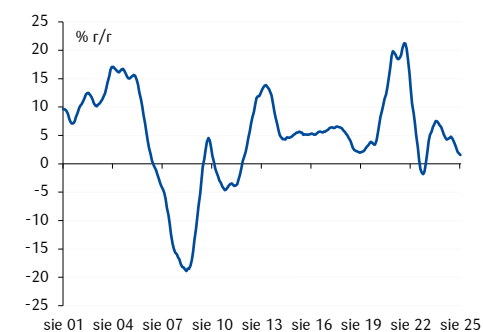
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Różnica w ocenie rynku pracy w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Ceny nieruchomości w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

oskarżenia, twierdząc, że nie ponosi odpowiedzialności za atak. Prezydent USA wezwał Izrael do odwetu, jednocześnie podkreślając, że obecny rozejm nie jest zagrożony.

- **UE:** W 2024 w UE 41,6% gospodarstw domowych deklarowało przynajmniej pewne trudności z „wiązaniami końca z końcem”, podczas gdy 26,0% radziło sobie z tym łatwo lub bardzo łatwo. Pozostałe 32,4% oceniało swoją sytuację jako umiarkowaną. **W Polsce odsetek gospodarstw z trudnościami wyniósł 11,5%**, jednak w grupie o dochodach poniżej 60% mediany było to już 26%. Co istotne, w tej samej grupie 36% gospodarstw wskazało, że radzi sobie relatywnie dobrze - po raz pierwszy w historii ich udział przewyższył udział gospodarstw z trudnościami. **Z roku na rok obserwujemy spadek udziału gospodarstw domowych znajdujących się w trudnej sytuacji, co może świadczyć o poprawie warunków bytowych w dolnych decylach rozkładu dochodów.**

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 października						
GER: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	09:30	pkt.	49,5	49,5	--	49,6
GER: PMI w usługach (paż., wst.)	09:30	pkt.	51,5	51,0	--	54,5
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,9	--	50,0
EUR: PMI w usługach (paż., 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 (paż., rew.)	16:00	pkt.	55,1	55,0	--	55,0
Poniedziałek, 27 października						
GER: Indeks Ifo (paż.)	10:00	pkt.	87,7	88,0	--	88,4
EUR: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	2,9	2,7	--	2,8
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	--	1,5
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paż.)	15:00	pkt.	94,2	93,8	--	94,6
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 (paż.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	0,2	0,3	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paż., rew.)	11:00	pkt.	-14,9	-14,2	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paż.)	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 (paż., 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 (paż., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,0	--
EUR: Inflacja HICP (paż., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paż., 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	--	--

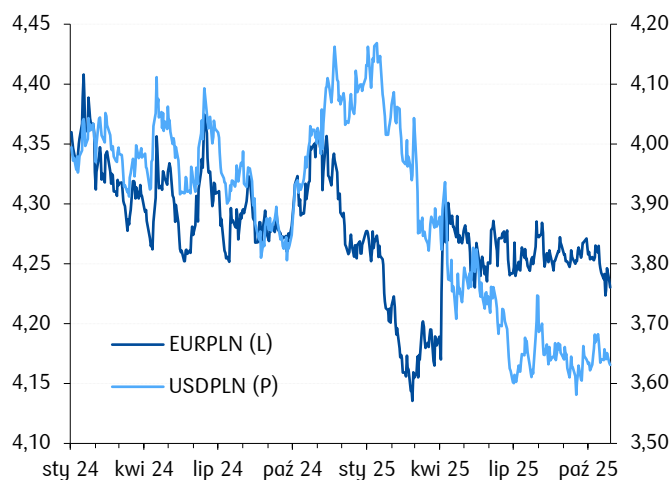
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

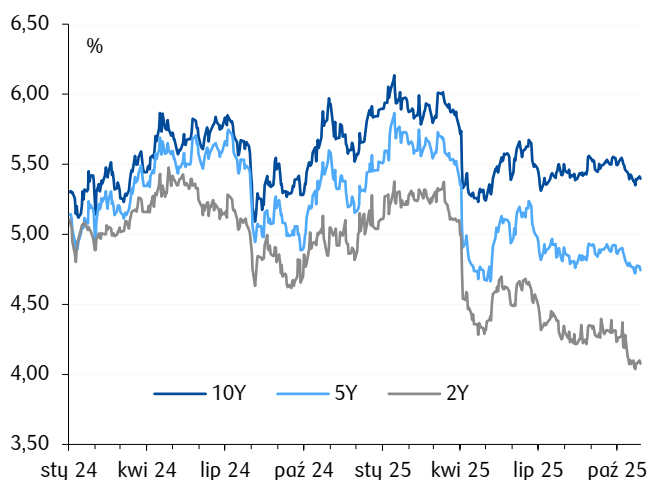
		Wartość 2025-10-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2303	-0,1	-0,3	-0,8	-2,5	-11,2
	USDPLN	3,6285	-0,3	-0,7	0,0	-9,7	-24,2
	CHFPLN	4,5771	0,1	-0,4	0,4	-1,1	-4,7
	GBPPLN	4,8192	-0,6	-1,5	-1,4	-7,7	-12,2
	EURUSD	1,1659	0,2	0,5	-0,8	8,0	17,1
	EURCHF	0,9242	-0,3	0,1	-1,1	-1,5	-6,8
	GBPUSD	1,3278	-0,4	-0,7	-1,4	2,1	15,8
	USDJPY	152,16	-0,6	0,2	3,0	-0,9	2,9
	EURCZK	24,33	0,0	0,1	0,0	-4,0	-0,7
	EURHUF	388,08	-0,2	-0,4	-0,4	-4,2	-6,0
Obligacje	PL2Y	4,08	-2	3	-16	-77	-431
	PL5Y	4,74	-3	2	-12	-79	-351
	PL10Y	5,40	-2	3	-10	-51	-266
	DE2Y	1,98	0	7	-4	-19	4
	DE5Y	2,23	0	8	-8	8	21
	DE10Y	2,62	0	7	-9	29	45
	US2Y	3,49	-1	4	-12	-63	-99
	US5Y	3,61	-1	5	-13	-49	-65
	US10Y	3,98	-1	2	-17	-29	-13
Akcje	WIG	113 459,1	1,7	3,6	6,7	38,8	137,9
	WIG20	3 041,5	2,0	4,4	7,6	33,1	110,6
	S&P500	6 890,9	0,2	2,3	3,0	18,1	78,6
	NASDAQ100	26 012,2	0,7	3,5	5,4	26,6	122,9
	Shanghai Composite**	4 007,5	0,3	2,3	3,2	21,9	34,6
	Nikkei**	51 323,3	1,6	4,1	14,2	31,9	88,3
	DAX	24 278,6	-0,1	-0,2	1,7	24,6	86,0
	VIX	18,57	3,0	-2,5	5,6	-1,0	-34,1
Surowce	Ropa Brent	64,4	-1,9	5,0	-3,9	-9,4	-31,1
	Ropa WTI	61,0	-1,9	3,9	-3,5	-9,6	-29,8
	Złoto	3963,9	-0,7	-4,3	3,4	43,2	139,5

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

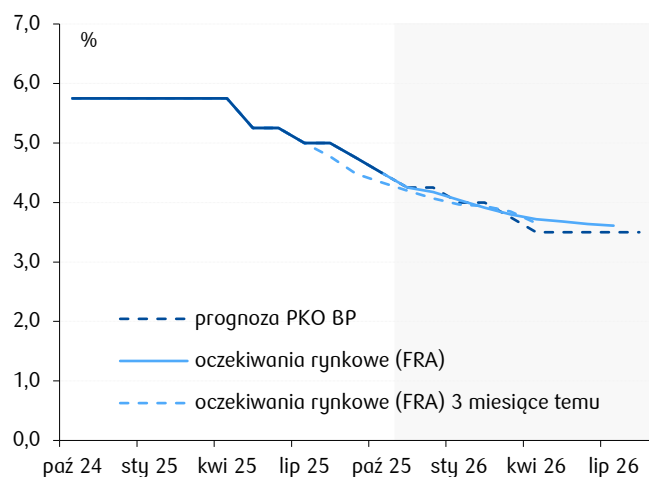
Notowania złotego wobec głównych walut



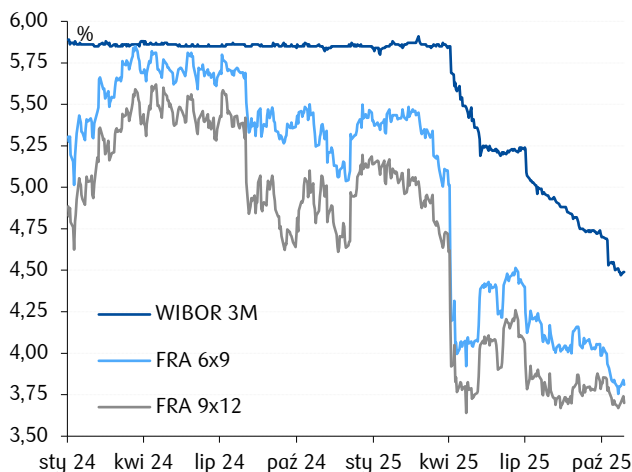
Rentowności polskich obligacji skarbowych



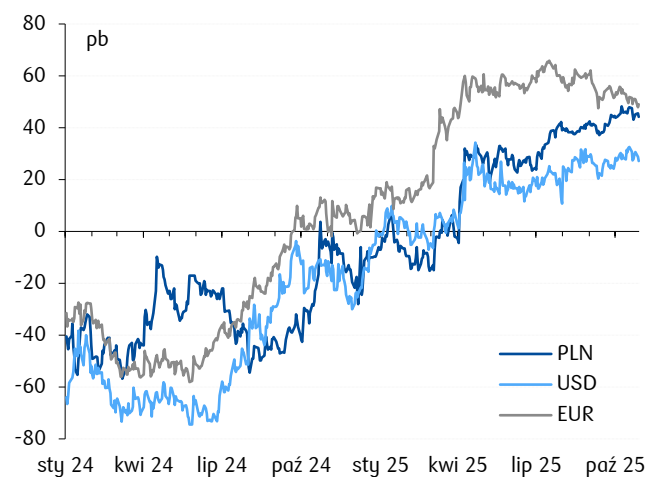
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



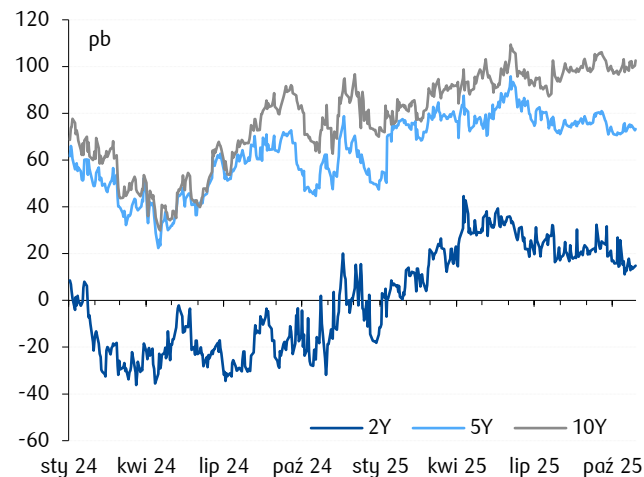
Krótkoterminowe stopy procentowe



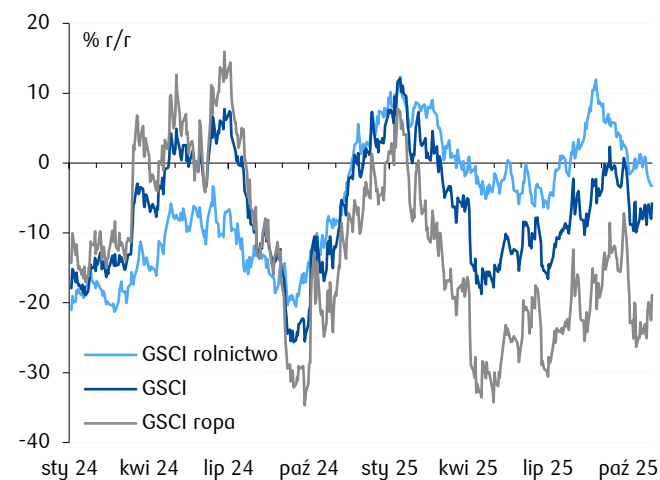
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



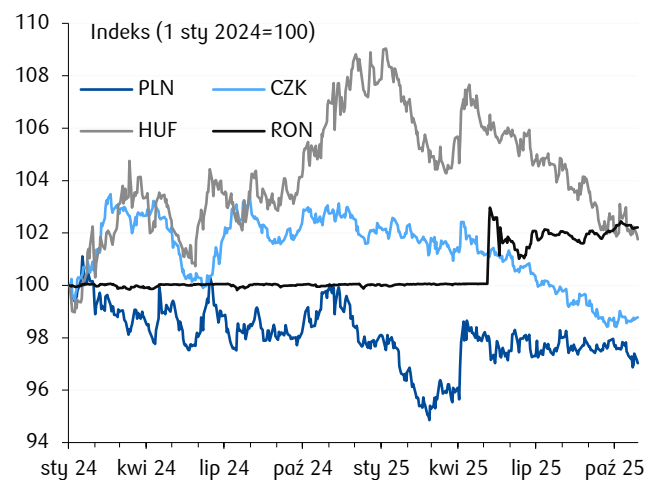
Spread asset swap dla PLN



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.