



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA  
Ekonomista

Andrzej Kamiński  
Ekonomista

Antoni Zalewski  
Analityk

31 października 2025

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10.00 GUS opublikuje szybki szacunek krajowej inflacji CPI za październik. Według naszej prognozy wskaźnik CPI pozostanie na 2,9% r/r. Realizacja tej prognozy nie powinna istotnie zmienić oczekiwań co do decyzji Rady Polityki Pieniężnej na posiedzeniu 4-5 listopada. Inflacja utrzymuje się w przedziale celu NBP i powinna w nim pozostać w najbliższej przyszłości, co jest też zgodne z oczekiwaniami NBP. Obniża się także stopniowo inflacja bazowa. W naszej ocenie po cięciu stóp w lipcu, wrześniu i październiku RPP może chcieć wstrzymać się z kolejnymi ruchami do początku przyszłego roku, kiedy zmaterializują się podwyżki cen regulowanych. Ryzykiem dla naszego scenariusza stabilizacji stóp w listopadzie, jest natomiast publikacja nowej projekcji makroekonomicznej.
- **EZ:** O godz. 11:00 poznamy dane o inflacji HICP w strefie euro w październiku. Konsensus wskazuje na niewielki spadek - do 2,1% r/r z 2,2% r/r przed miesiącem. Dane wpisują się w scenariusz stabilizowania się inflacji w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego, co nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro.

## Wydarzenia i komentarze

- **EZ:** Zgodnie z oczekiwaniami Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Podstawowa stopa procentowa, czyli depozytowa, pozostała zatem na poziomie 2,00%. Decyzja nie stanowi zaskoczenia, gdyż była sygnalizowana. Zmiany w komunikacie oraz konferencja prezeski EBC, Christine Lagarde, naszym zdaniem nie zmieniają oceny z poprzedniego posiedzenia, że scenariuszem bazowym dla bankierów centralnych w strefie euro pozostaje stabilizacja stóp procentowych, a kolejne decyzje będą zależne od napływających danych. EBC kontynuuje kurs obrony we wrześniu i naszym zdaniem będzie go utrzymywał. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że co najmniej do końca 2026 r. stopy EBC pozostaną na obecnym poziomie.
- **EZ:** PKB w strefie euro wzrósł w 3Q 2025 o 0,2% kw/kw po odsezonowaniu. Jest to pozytywna niespodzianka, gdyż konsensus zakładał wzrost o 0,1% kw/kw. Tym samym gospodarka strefy euro nieco przyspieszyła w stosunku do 2Q. Źródłem zaskoczenia była przede wszystkim Francja, której gospodarką urosła o 0,5% kw/kw pomimo dużej niestabilności politycznej (konsensus prognoz wskazywał na 0,2% kw/kw). Niemcy, czyli największa gospodarka strefy, zgodnie z oczekiwaniami pozostawały w 3Q w stagnacji (0,0% kw/kw). Wczorajszy odczyt wspiera ugruntowane oczekiwania na stabilizację stóp procentowych w strefie euro w najbliższych kwartałach.
- **CN:** Oficjalny indeks PMI dla przemysłu Chin obniżył się w październiku do 49,0 pkt z 49,8 pkt miesiąc wcześniej, mocniej od oczekiwań. Wskaźnik dla usług wyniósł natomiast 50,1 pkt wobec 50,0 pkt we wrześniu. Dane sugerują, że chińska gospodarka nieco osłabła na początku 4Q 2025. Ogólnie, II poł. roku w Państwie Środka jest słabsza. Przyczyną jest zarówno popyt krajowy, jak i ograniczenia w handlu zagranicznym wynikające z zaostrzenia polityki celnej na świecie. Według konsensusu Reuters wzrost PKB w 4Q 2025 ma spowolnić do 4,3% r/r z 4,8% r/r kwartał wcześniej.

## Rynki na dziś

Wczorajsza sesja w USA przyniosła spadki głównych indeksów (spadki cen Meta i Microsoftu), a w centrum uwagi są wciąż publikacje wynikowe spółek za 3Q, porozumienia handlowe USA-Chiny oraz „jastrzębia” obniżka stóp w USA. Dzisiejszą sesję bazowe rynki długu rozpoczynają od lekkich wzrostów, szczególnie w przypadku USA, co może przekładać się na lekki wzrost krajowych rentowości, choć stabilizacja krajowej inflacji powinna ograniczać zmienność na krajowym rynku. Kurs EURUSD pozostaje stabilny w pobliżu wczorajszego zamknięcia ok. 1,155 (istotnego wsparcia) wciąż pod wpływem dosyć jastrzębiej retoryki Fed. W długim terminie wciąż zakładamy osłabienie dolara pod wpływem dalszego zawężania dysparytetu stóp w USA wobec strefy euro. Dziś futuresy na akcje amerykańskie rosną po dobrych wynikach Apple i Amazona, co może ograniczać osłabienie złotego obserwowane dziś na otwarciu (EURPLN w pobliżu 4,245).

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2438	0.1%
USD/PLN	3.6668	0.8%
CHF/PLN	4.5748	0.2%
EUR/USD	1.1575	-0.6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.53	-4
WIBOR 3M	4.48	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.09	5
5Y	4.77	7
10Y	5.39	2

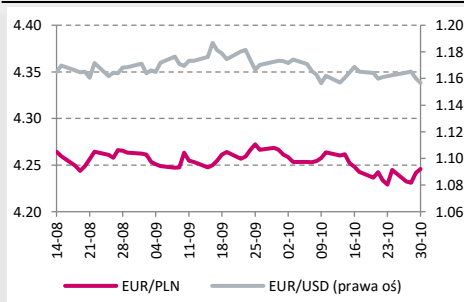
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3.96	2
5Y	4.05	2
10Y	4.41	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.63	1
US 10Y	4.08	8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	112708.1	-0.5
DAX	24118.9	0.0
S&P 500	6822.3	-1.0

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



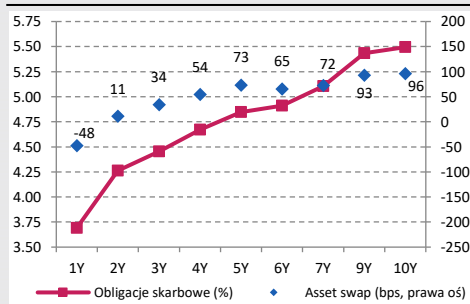
## Rynek krajowy

Na krajowym rynku akcji notowano niewielkie spadki indeksów. Na rynku walutowym złoty nieznacznie tracił na wartości z ok. 4,24 do 4,245 wobec euro. Ostabieniu złotego do euro sprzyjało umocnienie dolara na rynkach międzynarodowych, co też generowało ruch wzrostowy dla pary USDPLN. Traciła też większość pozostałych walut regionu CEEMEA. Na rynku stopy procentowej początek dnia stał pod znakiem lekkich wzrostów stóp rynkowych w ślad za zachowaniem rynków bazowych i analogicznie w drugiej połowie dnia rentowności nieznacznie się obniżyły. Na koniec sesji rentowność 10-letnich obligacji wyniosła ok. 5,39%. Wydarzeniem dnia na rynku krajowym była aukcja długu BGK. Na aukcji sprzedano obligacje o wartości 3,4 mld zł na rzecz Funduszu Przeciwdziałania Covid-19 (FPC0229, FPC0332 i FPC0235) z premią do obligacji skarbowych na poziomie +32 pb.

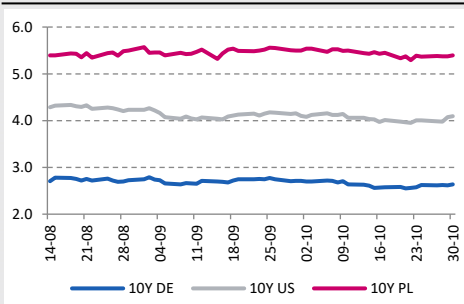
## Rynki zagraniczne

W trakcie sesji europejskiej indeksy akcyjne notowały spore spadki i podobnie zaczęła się sesja w USA. W ciągu dnia dolar stopniowo umacniał się pod wpływem dość jastrzębkiej komunikacji J. Powella po obniżce stóp procentowych przez amerykański bank centralny oraz pozytywnych wyników rozmów między USA i Chinami. Jednak po decyzji EBC i podczas konferencji prasowej euro odrobiło straty, a C. Lagarde zasignalizowała, że ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego zmalało. Kurs EURUSD spadł z 1,162 do 1,155, a następnie odrobił straty do poziomu 1,158. Reakcja rynków stóp procentowych na komunikat EBC była raczej stonowana. Rentowności niemieckich obligacji rosły na początku sesji (co mogło odzwierciedlać wpływ wyższego od oczekiwań niemieckiego CPI na poziomie 2,3% w październiku oraz silniejszy wzrost PKB w strefie euro w 3Q 2025 r. czy reakcja na wczorajszą mało gołębią komunikację Fed), ale spadły podczas konferencji EBC o 1-3 pb, mimo że C. Lagarde stwierdziła, że bank jest w świetnym miejscu pod względem poziomu oficjalnych stóp procentowych. Na koniec sesji rentowność 10-letnich Treasuries była na poziomie 4,08%, a Bundów na poziomie ok. 2,63%. W ciągu dnia spadki kontynuował japoński jen przy niezmiennych stopach Banku Japonii i mało jednoznacznej sygnalizacji co do kolejnych podwyżek stóp. Prezydent D. Trump powiedział wczoraj, że aby zapobiec eskalacji napięć między Indiami a Pakistanem rozważa nałożenie 250% ceł na oba kraje. Wcześniej prezydent USA sugerował, że Stany Zjednoczone mogą powrócić do testów jądrowych po raz pierwszy od trzech dekad. Tego typu wypowiedzi jeśli będą się powtarzać z pewnością dają pole do wzrostu globalnej zmienności na rynkach.

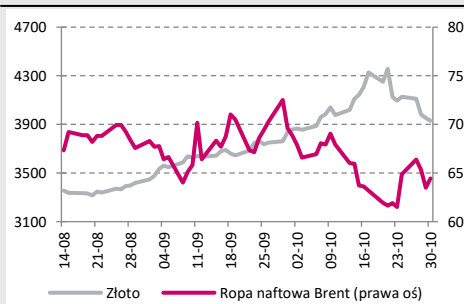
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 24 października						
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Wrzesień	2.9%		3.1%	
Poniedziałek 27 października						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Październik	87.7	88.4	87.8	
Wtorek 28 października						
15:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Październik	95.6	94.6	94.2	
Środa 29 października						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Październik				
19:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Październik	4.00-4.25%		3.75-4.00%	3.75-4.00%
Czwartek 30 października						
Spotkanie D.Trumpa z Xi Jinpingiem	World	Październik				
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Październik	0.50%	0.50%	0.50%	
07:30 PKB kw/kw s.a. wst.	Francja	Q3	0.3%	0.5%	0.1%	
10:00 PKB kw/kw s.a. wst.	Niemcy	Q3	-0.3%	0.0%	0.0%	
11:00 PKB kw/kw s.a. wst.	EZ	Q3	0.1%	0.2%	0.1%	
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Październik	95.5	96.8	96.0	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Wrzesień	6.3%	6.3%	6.3%	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	2.4%	2.3%	2.2%	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Październik	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Piątek 31 października						
02:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Październik	49.8	49.0	49.6	
02:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Październik	50.0	50.1	50.2	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Październik	2.9%		3.0%	2.9%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Październik	2.2%		2.1%	
13:30 Dochody Amerykanów m/m***	USA	Wrzesień	0.4%			
13:30 Wydatki Amerykanów m/m***	USA	Wrzesień	0.4%			
13:30 Inflacja PCE r/r***	USA	Wrzesień	2.7%			
Poniedziałek 03 listopada						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Październik	48.0			

\*\*\* Publikacja danych niepewna ze względu na zawieszenie prac amerykańskiej administracji federalnej  
 Źródło: LSEG Workspace, Millennium Bank S.A., Parkiet.