

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

20 października 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

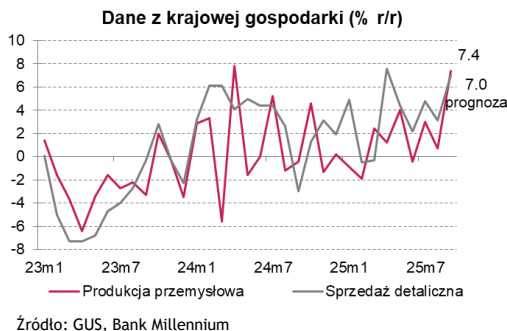
Grzegorz Maliszewski  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA  
Ekonomista

Andrzej Kamiński  
Ekonomista

Antoni Zalewski  
Analityk

## Wykres tygodnia



Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła we wrześniu o 7,4% r/r znacząco przewyższając oczekiwania. Spodziewamy się, że dane o sprzedaży detalicznej (publikacja w środę) również będą miały pozytywną wymowę. Informacje te, wraz ze stabilizowaniem się dynamiki płac, wskazują, że nie ma pilnej konieczności łagodzenia polityki pieniężnej. Choć zestaw danych za wrzesień jest istotny, naszym zdaniem większe znaczenie dla RPP będzie miała projekcja z kluczowymi prognozami płac i inflacji bazowej.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Kolejne dane z krajowej gospodarki potwierdzą dobrą końcówkę 3Q br.

Po publikacji danych o produkcji przemysłowej oraz zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw uwaga przesuwana jest na kolejne odczyty z krajowej gospodarki. Obraz rynku pracy we wrześniu jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, a przemysł okazał się pozytywną niespodzianką, wskazując na śmielsze wychodzenie z marazmu. We wtorek poznamy dane o produkcji budowlano-montażowej, a w środę GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej. W obu przypadkach spodziewamy się wyraźnej poprawy względem poprzedniego miesiąca, czemu sprzyjają korzystne efekty kalendarzowe. W przypadku sprzedaży detalicznej szacujemy jej wzrost o 7,0% wobec wzrostu 3,1% r/r w sierpniu, natomiast w przypadku produkcji budowlano-montażowej spodziewamy się wyhamowania spadku do -2,9% r/r z -6,9% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tych prognoz byłaby spójna ze scenariuszem stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB. W takich uwarunkowaniach, szczególnie w obliczu przyspieszenia dynamiki płac, Rada Polityki Pieniężnej może zechcieć poczekać na kolejne dane, zanim zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych. z tego też powodu naszym bazowym scenariuszem jest na ten moment brak cięcia stóp w listopadzie.

### Strategiczne założenia KPCh na kolejne pięciolecie

Ubiegły tydzień przyniósł kilka pozytywnych informacji. W czwartek nowy rząd Francji pod przewodnictwem S. Lecornu przetrwał dwa głosowania nad wotum nieufności, Chiny poinformowały, że nie będą blokować eksportu metali ziem rzadkich do zastosowań cywilnych, a prezydent USA zapowiedział plan spotkania z prezydentem Rosji w sprawie zakończenia wojny na Ukrainie. Nastroje pod koniec tygodnia popsuły jednak informacje zwiększające obawy o kondycję banków regionalnych w USA. Nowy tydzień rozpoczynamy trwającym zawieszeniem pracy amerykańskiej administracji. Co więcej, dziś rano poznaliśmy dane o PKB Chin za 3Q 2025. Uwaga pozostaje skupiona na tej gospodarce, ponieważ dziś rozpoczyna się czwarte plenum Komitetu Centralnego KPCh. Jego głównym celem będzie wyznaczenie kierunku dla Planu Pięcioletniego (2026-2030), który określi priorytety gospodarcze Państwa Środka. Władze chińskie będą zapewne koncentrować się na innowacyjności i samodzielnym budowaniu przewagi technologicznej, zwłaszcza w kontekście ograniczeń eksportowych ze strony USA. Co więcej, w obliczu wysokich zdolności produkcyjnych polityka gospodarcza pozostanie ukierunkowana na wzmacnianie popytu krajowego kosztem eksportu. W takich warunkach utrzymanie celu wzrostu PKB na poziomie 5,0% z ostatnich lat wydaje się trudne do realizacji. Powyższe założenia raczej nie będą zaskoczeniem. Ewentualna reakcja rynkowa mogłaby pojawić się np. w przypadku zapowiedzi zwiększenia roli juana w rozliczeniach międzynarodowych lub ogłoszenia działań dla poprawy sytuacji na rynku mieszkaniowym.

### Inflacja CPI w USA: lepiej późno niż wcale

Z ubiegłego tygodnia na ten piątek przesunięto publikację amerykańskiej inflacji CPI we wrześniu. Według konsensusu prognoz inflacja CPI jak i bazowa mają wynieść 3,1% r/r, a więc powyżej celu amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Zrealizowanie się tej prognozy, a nawet niewielka niespodzianka w górę, naszym zdaniem, nie wpłynęłaby na rynkowy scenariusz dla stóp procentowych Fed w krótkim okresie. Obecnie rynek wycenia, że na dwóch posiedzeniach w tym roku za każdym razem dojdzie do obniżki o 25 pkt baz., w reakcji na słabnący rynek pracy. W piątek poznamy też wstępne dane PMI, które będą analizowane pod kątem skali ożywienia gospodarczego i presji inflacyjnej.

### Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4.2420	-0.4%
USD/PLN	3.6392	-0.8%
CHF/PLN	4.5548	-0.7%
EUR/USD	1.1658	0.4%

### Rynek Pieniężny (%)

	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.61	-1
WIBOR 3M	4.50	-4

### Obligacje PL (%)

	(%)	Δ bps
2Y	4.07	-9
5Y	4.78	-1
10Y	5.39	-3

### IRS PLN (%)

	(%)	Δ bps
2Y	3.95	-7
5Y	4.05	-5
10Y	4.43	-4

### Obligacje bazowe (%)

	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.58	-6
US 10Y	4.02	-4

### Giełdy pkt.




	pkt.	Δ %
WIG	107764.8	-0.2
DAX	23831.0	-1.7
S&P 500	6664.0	1.7

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium  
bank

## Rynek walutowy

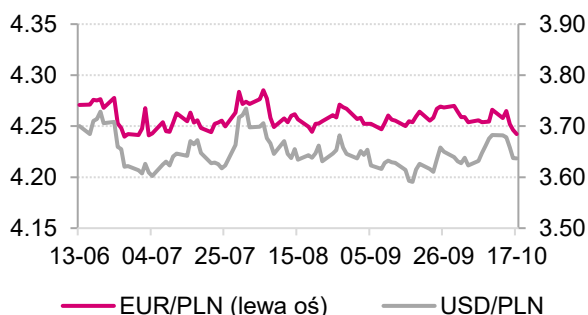
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Kurs EURPLN pozostaje w wąskim przedziale wahań do dłuższego czasu i póki co trudno zidentyfikować czynniki, które mogłyby spowodować wybicie z tego przedziału notowanego od początku maja. Po lekkim osłabieniu złotego w poprzednim tygodniu, miniony stał pod znakiem stopniowego odreagowania krajowej waluty. Po przejściowym wybiciu ponad 4,26, kurs EURPLN skierował się poniżej 4,24, do czego mogły przyczynić się czynniki techniczne i deeskalacja sytuacji politycznej w Europie i ograniczenie obaw o sytuację kredytową regionalnych banków w USA. Sytuacja techniczna EURPLN sugerowałaby lekkie osłabienie złotego, ale nadzieje na deeskalację napięć handlowych na linii USA-Chiny i dane gospodarcze wskazujące na lekką poprawę dynamik produkcji, płac i sprzedaży mogą stabilizować złotego na mocnym poziomie w pobliżu poziomów wsparcia.
USD/PLN 	Przy spodziewanej stabilizacji kursu EUR/PLN na mocnych poziomach i zakładanych niewielkich ruchach kursu EURUSD w bieżącym tygodniu zakładamy kontynuację stabilizacji kursu USDPLN. Z punktu widzenia analizy technicznej ograniczeniem zniżkowego ruchu pary USD/PLN od góry jest poziom 3,68 a od dołu 3,61.
EUR/USD 	Kurs EURUSD stopniowo wzrósł w ciągu minionego tygodnia z ok. 1,155 do ok. 1,167. Euro sprzyjało uspokojeniu się sytuacji politycznej we Francji, gdzie nowy-stary premier S. Lecornu przetrwał dwa głosowania nad wnioskami o wotum nieufności, zyskując poparcie Partii Socjalistów w zamian za spowolnienie reform. Do wzrostu kursu EURUSD przyczynił się także gorszy od oczekiwań odczyt indeksu Philadelphia Fed (spadek do -12,8 pkt z +23,2 pkt wobec oczekiwanych 10). Euro mógł wesprzeć wzrost indeksu ZEW. Pod koniec tygodnia odreagowaniu dolara sprzyjała deeskalacyjna retoryka administracji amerykańskiej po wcześniejszym jej zaostrzeniu w sprawie polityki celnej wobec Chin. Obniżka ratingu Francji i powracające obawy o stan sektora bankowego w USA, jak również publikowane pod koniec tygodnia dane mogą mieć równoważący wpływ na euro. Wzrost wycen strategii zabezpieczających risk reversal w ostatnich dniach powinien ograniczać pole do umocnienia dolara. Zamknięcie administracji amerykańskiej może potrwać jeszcze długo, ale też raczej powinno mieć ograniczony wpływ na kurs EURUSD (głosowanie w tej sprawie na początek tygodnia, ale możliwe rozwiązanie dopiero w kolejnych tygodniach).

## Rynek obligacji

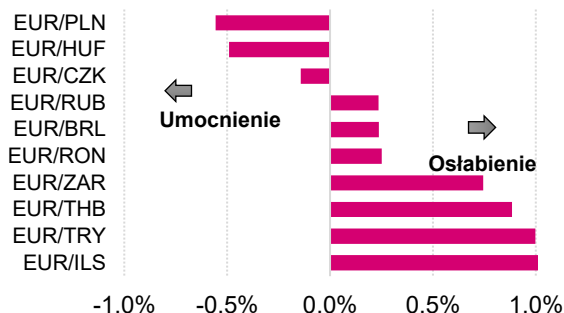
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W poprzednim tygodniu stawki FRA spadły o 1-8 pb, IRS o 4-5 pb, a rentowności obligacji o ok. 4-11 pb. Zamiany na krajowym rynku podążały za rynkami bazowymi. Komentarze Członków RPP C. Kochalskiego oraz L. Koteckiego o ograniczonej przestrzeni do kolejnej obniżki stóp w tym roku mogły sprawić, że spadek stóp rynkowych miał bardziej ograniczony zakres niż w przypadku rynków bazowych. Seria krajowych danych zaplanowana na ten tydzień, która pokaże przyspieszenie w danych o aktywności (spora niespodzianka w górę w przypadku produkcji) powinna sprzyjać korekcie stóp swap w górę. Przetarg obligacji i dodatnia podaź długu netto może sprzyjać rozszerzeniu spreadów asset swap, choć ograniczająco działałoby na to założenie odbicie w górę stawek swap.
10Y DE (%) 	Na niemieckim rynku długu rentowności obniżyły się trzeci tydzień z rzędu o ok. 8-13 pb. Do spadków rentowności przyczyniała się wcześniejsza eskalacja napięć celnych, której późniejsza deeskalacja nie zdołała odwrócić. Sprzyjać spadkowi rentowności w Europie mogło też sprzyjać uspokojenie sytuacji politycznej we Francji i mniejsze ryzyko wcześniejszych wyborów. O tym, że stopy procentowe są na właściwym poziomie wspominała C. Lagarde, choć część członków EBC wciąż nie wyklucza obniżki stóp. Wobec osiągnięcia istotnych poziomów technicznych możliwe są lekkie wzrosty rentowności. Zakładamy niewielki wzrost rentowności niemieckiej 10-latki w kierunku 2%.
10Y US (%) 	Na amerykańskim rynku długu, podobnie jak na niemieckim rentowności spadały o ok. 10-15 pb. Spadkom rentowności sprzyjała gołębia retoryka prezesa Fed. J. Powella na temat słabych perspektyw rynku pracy. W gołębim tonie wypowiadał się też nowy członek Fed S. Miran, wskazując na potrzebę szybkich obniżek stóp oraz C. Waller. Gorszy od oczekiwań był odczyt indeksu Philadelphia Fed, ale nieco lepszy okazał się indeks Empire State. Zakładamy stabilizację rentowności 10-letnich w pobliżu istotnego poziomu wsparcia 4,0% przy stabilizacji inflacji bazowej na niskim poziomie i braku publikacji danych z rynku pracy.

## Wykresy rynkowe

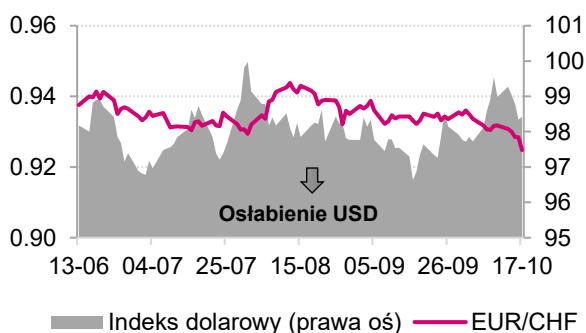
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



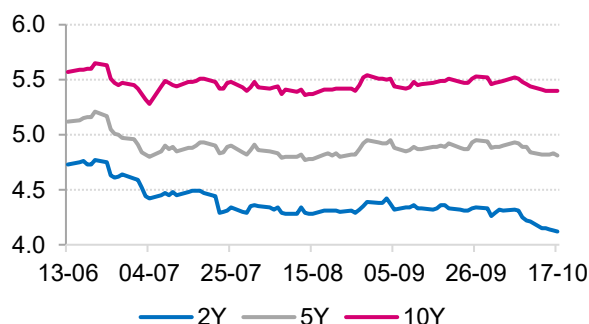
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



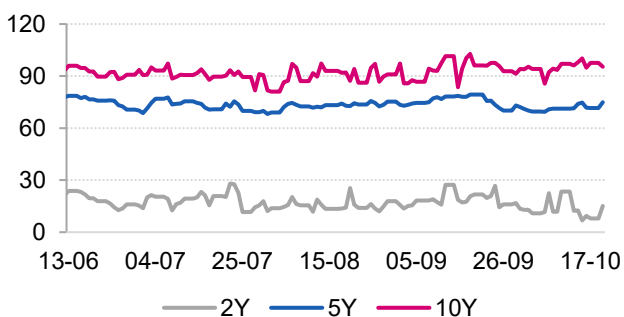
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



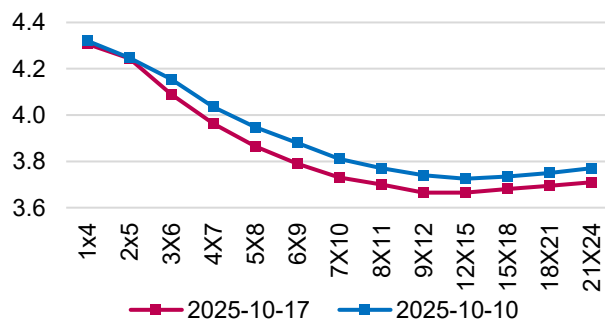
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



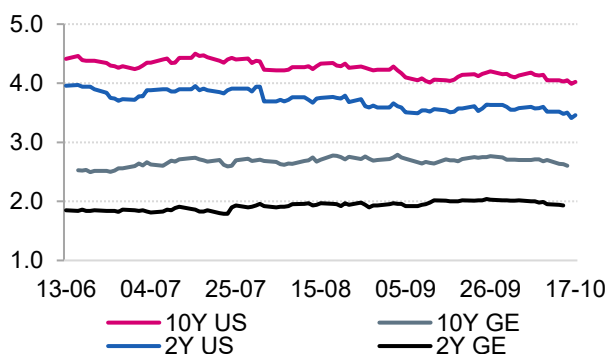
Krajowe stawki asset swap [%]



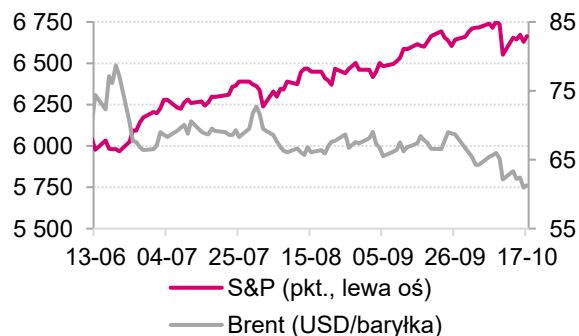
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 20 października</b>					
<b>Rozpoczęcie czwartego plenum XX Komitetu Centralnego KPCh</b>	<b>Chiny</b>				
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Październik	3.00%		
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Wrzesień	5.2%	5.0%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Wrzesień	3.4%	3.0%	
<b>04:00 PKB r/r</b>	<b>Chiny</b>	<b>Q3</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.8%</b>	
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Wrzesień	-2.2%		
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	7.1%	7.4%	7.3%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	-0.8%	-0.8%	-0.7%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	0.7%	4.6%	4.9%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	-1.2%	-1.0%	-1.0%
<b>Wtorek 21 października</b>					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Wrzesień	-6.9%	-2.3%	-2.9%
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Październik	6.5%		
<b>Środa 22 października</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Wrzesień	3.1%	6.8%	7.0%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Wrzesień			
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Wrzesień	11.1%	11.2%	11.2%
<b>Czwartek 23 października</b>					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	5.5%	5.6%	5.6%
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Październik	-14.9	-14.7	
<b>Piątek 24 października</b>					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Październik	49.5	49.0	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Październik	51.5	51.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Październik	49.8	49.5	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Październik	51.3	51.3	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r	USA	Wrzesień	3.1%	3.1%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Wrzesień	2.9%		
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Październik	52.0		
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Październik	54.2		
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Październik	55.1	55.0	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian fin.	USA	Październik	4.7%	4.6%	
<b>Poniedziałek 27 października</b>					
11:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Październik	87.7		

## Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>PKB</b>	% r/r	0.2	2.9	3.5	3.6	3.2	3.4	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6	3.5
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.1	5.1	5.6	5.5	5.3	5.2	5.6	5.6	5.7	5.5	5.4	5.5
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.8	3.0	4.9	4.1	3.0	3.1	3.0	3.2	2.9	2.8
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	5.75	5.75	4.50	3.50	5.75	5.25	4.75	4.50	4.00	3.75	3.50	3.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	5.80	5.82	4.58	3.60	5.85	5.35	4.81	4.58	4.10	3.85	3.60	3.60
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	5.88	5.84	4.44	3.64	5.84	5.23	4.72	4.44	4.03	3.72	3.64	3.64
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	5.82	5.80	4.32	3.70	5.76	5.04	4.58	4.26	3.97	3.78	3.71	3.70
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.35	4.27	4.30	4.30	4.18	4.24	4.27	4.28	4.30	4.31	4.32	4.35
<b>USD/PLN</b>	k.o.	3.94	4.10	3.58	3.64	3.86	3.62	3.63	3.60	3.58	3.59	3.66	3.69
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.10	1.04	1.20	1.18	1.08	1.17	1.17	1.20	1.20	1.19	1.18	1.18
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	3.91	2.71	1.81	1.81	2.34	1.94	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03
<b>SOFR 3M</b>	%, k.o.	5.36	4.69	3.82	3.05	4.35	4.34	4.35	3.82	3.51	3.30	3.12	3.05

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
 Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.