

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

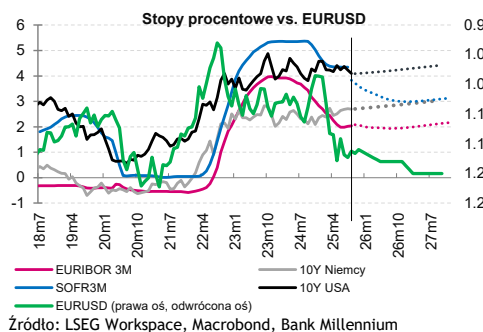
Grzegorz Maliszewski  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA  
Ekonomista

Andrzej Kamiński  
Ekonomista

Antoni Zalewski  
Analityk

## Wykres tygodnia



Choć w ostatnich tygodniach kurs EURUSD oddalił się od wrześniowego szczytu w okolicy 1,19 i spadł przejściowo poniżej 1,16 to w bazowym scenariuszu zakładamy dalszy wzrost kursu w kierunku 1,20 w kolejnych kwartałach pod wpływem kontynuacji obniżek stóp Fed przy stabilizacji w strefie euro. Istotna dla poziomów kursu będzie komunikacja ze strony Fed i EBC. Słabszy dolar to zwykle pozytywny czynnik dla walut gospodarek wschodzących i może sprzyjać utrzymaniu mocnego złotego.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Stabilna inflacja w październiku i stabilne stopy NBP w listopadzie?

W piątek o godz. 10.00 GUS opublikuje szybki szacunek krajowej inflacji CPI za październik. Spodziewamy się stabilizacji wskaźnika na 2,9% r/r. W październiku spodziewamy się nieznacznego wyhamowania inflacji cen żywności oraz inflacji bazowej, co jednak zneutralizowane będzie przez wyhamowanie rocznego spadku cen paliw. Realizacja tej prognozy nie powinna w naszej 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, choć inflacja cen usług pozostaje podwyższona. 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. O ile termin i tempo kolejnych cięć obciążone są podwyższoną niepewnością, o tyle podtrzymujemy naszą ocenę, że do końca 2026 r. stopa referencyjna spadnie o 3,50%.

### Fed obniży stopy procentowe i zapewne zakończy program QT

W środę o godz. 19:00 poznamy decyzję Fed w sprawie stóp procentowych. Rynek niemal jednoznacznie oczekuje, że Fed obniży przedział dla głównej stopy procentowej o 25 punktów bazowych - do poziomu 3,75-4,00%. Będzie to druga z rzędu obniżka po wrześniowym cięciu. Fed reaguje na rosnące ryzyka dla rynku pracy, podczas gdy presja inflacyjna w USA staje się nieco mniej niepokojąca. Do oceny niższej niepewności w zakresie wzrostu cen przyczyniają się słabsze od oczekiwań dane o CPI za wrzesień oraz wnioski z październikowego badania PMI. Ankietowani menedżerowie wskazują, że ceny ich produktów i usług nadal rosły, ale w najwolniejszym tempie od kwietnia. Nie spodziewamy się, aby komunikat po posiedzeniu oraz retoryka przewodniczącego Fed przyniosły istotne zmiany. Jerome Powell prawdopodobnie ponownie uzasadni obniżkę stóp procentowych jako element „zarządzania ryzykiem” w kontekście realizacji dwóch mandatów Fed: pełnego zatrudnienia oraz stabilności cen. Nowością podczas październikowego posiedzenia Rezerwy Federalnej może być ogłoszenie zakończenia procesu zmniejszania sumy bilansowej banku centralnego (quantitative tightening), o czym wspominał szef Fed w przemówieniu z 14 października. Rynek finansowy wycenia, że również w grudniu Fed zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp o 25 punktów bazowych, a w 2026 roku możliwe są jeszcze 2-3 cięcia.

### Bez emocji na październikowym posiedzeniu EBC

W czwartek odbędzie się posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Powszechnie oczekiwania wskazują na utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W szczególności podstawowa (depozytowa) stopa pozostanie na poziomie 2,00%. Nie zakładamy, aby retoryka członków Rady, w tym przewodniczącej Christine Lagarde, istotnie odbiegała od tej prezentowanej podczas poprzedniego posiedzenia. Bank pozostaje w trybie „wait-and-see”, ponieważ realizuje się scenariusz makroekonomiczny przedstawiony we wrześniu. Zgodnie z nim inflacja powinna kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego, a wzrost gospodarczy - choć słaby w 3Q 2025 - powinien stopniowo przyspieszać. Scenariusz ten nie zostanie zakwestionowany przez dane publikowane w tym tygodniu: wstępne dane o PKB za 3Q (czwartek) oraz inflację HICP za październik (piątek).

### Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4.2453	0.1%
USD/PLN	3.6536	0.4%
CHF/PLN	4.5845	0.7%
EUR/USD	1.1620	-0.3%

### Rynek Pieniężny

	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.56	-5
WIBOR 3M	4.47	-3

### Obligacje PL

	(%)	Δ bps
2Y	4.09	1
5Y	4.78	-1
10Y	5.38	-1

### IRS PLN

	(%)	Δ bps
2Y	3.95	0
5Y	4.04	-1
10Y	4.41	-2

### Obligacje bazowe

	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.64	5
US 10Y	4.04	1

### Giełdy

	pkt.	Δ %
WIG	111860.6	2.0
DAX	24216.2	-0.2
S&P 500	6791.7	1.9

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

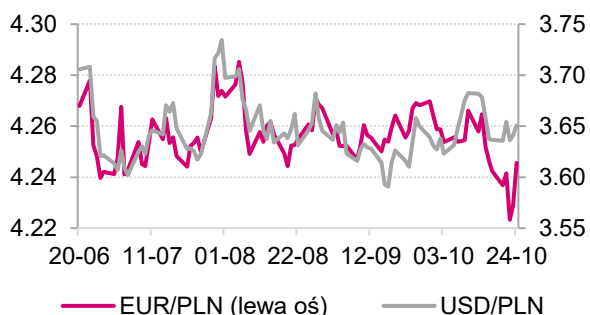
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	W mijającym tygodniu kurs EURPLN kontynuował trend spadkowy, zbliżając się do poziomów najniższych od pięciu miesięcy. Złoty zyskiwał na wartości mimo okresowego umocnienia dolara na rynkach globalnych. Stabilność krajowej waluty wspierała niska zmienność globalna oraz relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych - zarówno nominalnie, jak i realnie. Dodatkowym czynnikiem wspierającym złotego były dobre dane makroekonomiczne o aktywności we wrześniu, w tym szczególnie produkcja przemysłowa. Kurs EURPLN obniżył się z okolic 4,254 do poziomu 4,222-4,225, przy ograniczonej zmienności, a lekka korekta w górę miała miejsce pod koniec tygodnia. Sytuacja techniczna EURPLN sugerowałaby lekki wzrost kursu EURPLN. Ograniczeniem dla osłabieniem złotego byłby potencjalnie ruch wzrostowy kursu EURUSD, choć w ostatnim czasie korelacja obydwu kursów była stosunkowo niska.
USD/PLN	↑	Przy spodziewanym osłabieniu złotego do euro i wzroście kursu EURUSD prawdopodobny jest wzrost kursu EURUSD w kierunku 3,65, tj. jednego z najbliższych poziomów oporu. Od góry kolejny opór jest na poziomie ok. 3,66 od dołu wsparciem jest poziom 3,63.
EUR/USD	↑	Na rynku EURUSD obserwowano umiarkowaną zmienność, z tendencją spadkową w pierwszych dniach tygodnia i umocnienia euro wobec dolara w dalszej jego części. Euro początkowo traciło po tym jak agencja S&P obniżyła rating Francji z AA- do A+ w związku z pogorszeniem perspektyw fiskalnych. Później kurs EURUSD odreagował z poziomów ok. 1,157 do ok. 1,1615, wspierany m.in. lepszym od oczekiwań odczytem indeksu zaufania konsumentów w strefie euro, przy utrzymaniu oczekiwań na obniżę stóp w USA. Decyzja o obniżce stóp przez Fed w tym tygodniu powinna negatywnie działać na dolara. Jednym z ważnych wydarzeń tygodnia będzie też czwartkowe spotkanie przywódców USA i Chin.

## Rynek obligacji

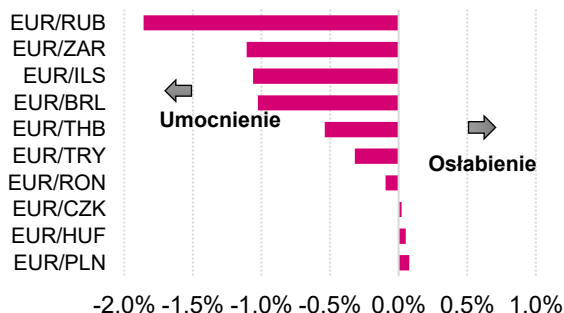
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Na krajowym rynku stopy procentowej w ciągu tygodnia odnotowano niewielkie zmiany w przypadku stawek FRA i IRS. Krótkoterminowe rentowności obligacji rosły o ok. 2-6 pb, czemu sprzyjały dobre dane o aktywności za wrzesień. Rentowność 10-letnich obligacji lekko się obniżyła. Ministerstwo Finansów przeprowadziło aukcję obligacji o łącznej wartości 12 mld zł, przy popycie 13,7 mld zł, co wskazuje na utrzymujące się zainteresowanie papierami skarbowymi, mimo relatywnie niskiego wskaźnika bid-to-cover. Aukcja była zaliczona na poczet przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych, ponieważ tegoroczne zostały już w pełni sfinansowane. W tym tygodniu krajowy rynek zapewne będzie pod wpływem decyzji Fed, a istotne mogą też być dane o krajowej inflacji za październik. Obniżka stóp podobnie może utrzymywać 2-letnie stawki swap w pobliżu tegorocznych dołków, a 10-letnich blisko 5-miesięcznych dołków. Kolejna aukcja obligacji może przyczynić się do rozszerzenia spreadów asset swap. Do podaży netto długu dołoży się BGK, który powiększył plan emisyjny na ten rok o ok. 9,5 mld zł (1,5 mld zł sprzedano w ubiegłym tygodniu, kolejna aukcja w czwartek).
10Y DE (%)	↔	Po trzech kolejnych tygodniach spadków rentowności miniony tydzień stał pod znakiem odreagowania w górę o 3-7 pb. Rentowności niemieckich obligacji 10-letnich wzrosły w ciągu tygodnia z poziomu ok. 2,55% do 2,62%. Wpływ na rynek miały m.in. obniżenie ratingu Francji przez S&P oraz łagodzące komentarze ze strony USA w sprawie Chin. Wypowiedzi przedstawicieli EBC, w tym prezes C. Lagarde, wskazujące na stabilność stóp procentowych, nie wpłynęły istotnie na rynek. Pod koniec tygodnia do wzrostu rentowności przyczyniły się lepsze od prognoz odczyty indeksów PMI, w tym szczególnie dla niemieckiego sektora usług. Rynek wycenia obecnie jedną obniżkę stóp procentowych w perspektywie roku. Zakładamy stabilizację niemieckich rentowności w pobliżu poziomu oporu ok. 2,63-2,64%. Czynnikiem kierującym rentowności w górę będzie dobry odczyt indeksu Ifo, ale hamować ruch w górę może obniżka stóp w USA. W centrum uwagi będą raczej neutralne dane o PKB i posiedzenie EBC, które potencjalnie może ograniczać szanse na kolejną obniżkę.
10Y US (%)	↔	Rentowności amerykańskich obligacji skarbowych 10-letnich wzrosły w ciągu tygodnia z ok. 3,94-3,96% do poziomu 4,0%. Wzrost ten był zgodny z oczekiwaniami i wspierany m.in. przez wzrost cen ropy po ogłoszeniu sankcji USA wobec rosyjskich koncernów Rosnieft i Lukoil oraz poprawę apetytu na ryzyko przy dobrych wynikach indeksów PMI. Rynek przygotowuje się na posiedzenie Fed (środa), na którym oczekiwana jest obniżka stóp procentowych o 25 pb. Zakładamy stabilizację rentowności 10-letnich w pobliżu istotnego poziomu wsparcia 4,0% z możliwym ruchem w dół po niższym odczycie inflacji w USA i z perspektywą jeszcze jednej obniżki stóp w tym roku.

## Wykresy rynkowe

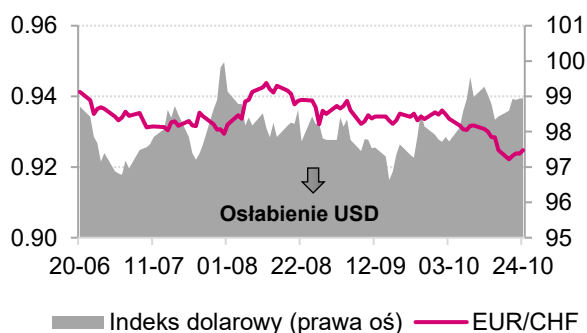
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



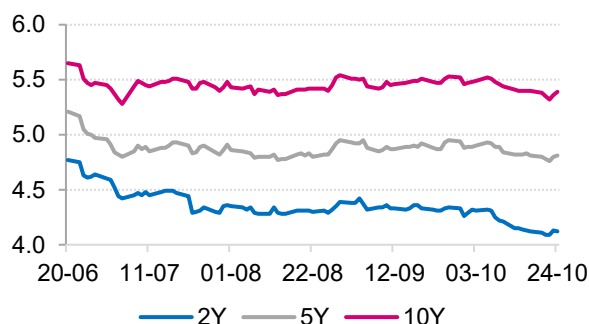
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



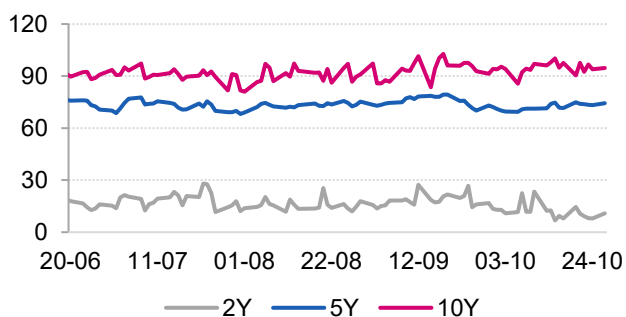
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



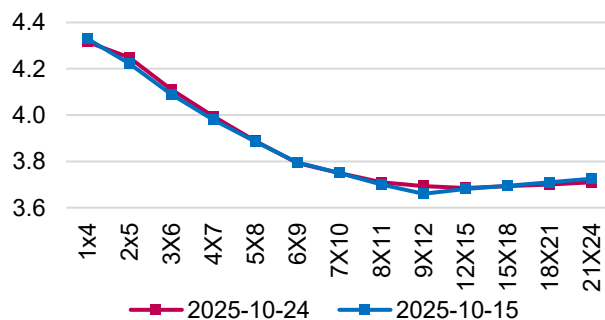
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



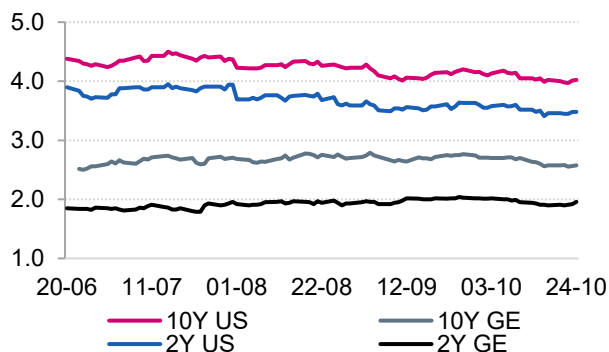
Krajowe stawki asset swap [%]



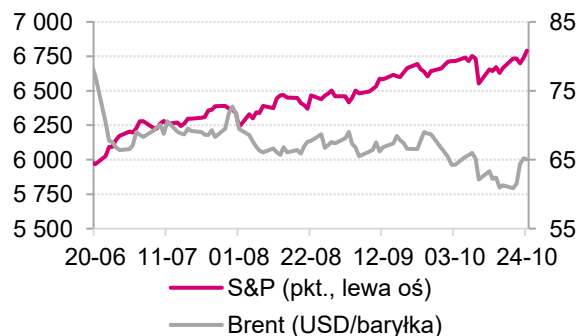
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 27 października</b>					
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Październik	87.7	87.8	
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.***	USA	Wrzesień			
<b>Wtorek 28 października</b>					
15:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Październik	94.2	94.2	
<b>Środa 29 października</b>					
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%
<b>Czwartek 30 października</b>					
Spotkanie D.Trumpa z Xi Jinpingiem	World	Październik			
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Październik	0.50%	0.50%	
07:30 PKB kw/kw s.a. wst.	Francja	Q3	0.3%	0.1%	
09:55 Stopa bezrobocia s.a.	Niemcy	Październik	6.3%	6.3%	
10:00 PKB kw/kw s.a. wst.	Niemcy	Q3	-0.3%	0.0%	
11:00 PKB kw/kw s.a. wst.	EZ	Q3	0.1%	0.1%	
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Październik	95.5		
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Wrzesień	6.3%	6.3%	
13:30 PKB annualizowany kw/kw wst.***	USA	Q3	3.8%	3.0%	
13:30 Deflator PKB wst.***	USA	Q3	2.1%		
13:30 Inflacja bazowa PCE wst.***	USA	Q3	2.6%		
13:30 Inflacja PCE wst.***	USA	Q3	2.1%		
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	2.4%	2.2%	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depoz.)	EZ	Październik	2.00%	2.00%	2.00%
<b>Piątek 31 października</b>					
02:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Październik	49.8	49.6	
02:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Październik	50.0		
09:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Wrzesień	1.8%		
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Październik	2.9%		2.9%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Październik	2.2%	2.1%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.	EZ	Październik	0.1%		
13:30 Dochody Amerykanów m/m***	USA	Wrzesień	0.4%		
13:30 Wydatki Amerykanów m/m***	USA	Wrzesień	0.4%		
13:30 Inflacja bazowa PCE r/r***	USA	Wrzesień	2.9%		
13:30 Inflacja PCE r/r***	USA	Wrzesień	2.7%		
<b>Poniedziałek 03 listopada</b>					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Październik	48.0		

\*\*\* Publikacja danych niepewna ze względu na zawieszenie prac amerykańskiej administracji federalnej

## 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.