Makro i rynek

komentarz tygodniowy

9 listopada 2026

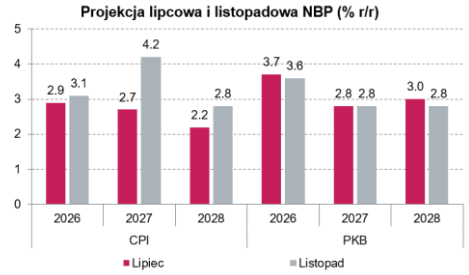
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: NBP, Bank Millennium

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła na listopadowym posiedzeniu stopy procentowe NBP bez zmian, mimo podwyższenia ścieżki inflacji. W projekcji założono jednak wygaśnięcie programu CPN wraz z końcem roku. Tym samym podwyżka stóp procentowych nadal nie jest przesądzona. Przyszłe decyzje RPP będą w dużej mierze zależeć od ewentualnego przedłużenia programu CPN oraz działań osłonowych w zakresie cen gazu i energii elektrycznej.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W piątek poznamy szczegółowe dane o październikowej inflacji

W piątek poznamy finalny odczyt inflacji CPI za październik oraz szczegółowe informacje o zmianach cen w koszyku konsumpcyjnym. Według wstępnego szacunku inflacja CPI obniżyła się do 3,5% r/r z 4,1% r/r, wyraźnie silniej od oczekiwań. Do spadku przyczyniło się ponowne uruchomienie rządowego programu CPN, ograniczającego wzrost cen paliw. Szacujemy również, że inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności, energii i paliw, obniżyła się do ok. 2,9-3,0% r/r z 3,1% r/r. W ujęciu miesięcznym była ona prawdopodobnie ujemna, a więc wyraźnie niższa od wieloletniej średniej dla października. Szczegółowe dane pomogą ocenić przyczyny tego spadku oraz jego trwałość. Według naszej prognozy, mimo utrzymującego się szoku cenowego na rynku surowców energetycznych i paliw, inflacja bazowa pozostanie do końca 2026 r. w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu NBP. Większa niepewność dotyczy początku 2027 r. ze względu na wzrost cen regulowanych oraz wygaśnięcie programu CPN. Rząd zapowiedział utrzymanie ceny gazu ziemnego dla gospodarstw domowych na poziomie z 2026 r., co może obniżyć inflację CPI o ok. 0,3 pkt proc. względem listopadowej projekcji NBP. Niepewność dotyczy natomiast cen energii elektrycznej i paliw, choć spadek cen ropy w ostatnich tygodniach ogranicza presję na ich wzrost. Brak dalszych działań osłonowych byłby naszym zdaniem silnym argumentem za podwyżką stóp procentowych na początku przyszłego roku, choć jej skala powinna być mniejsza niż 75 pb wyceniane obecnie przez rynki finansowe.

PKB w 3Q br. spowolnił po mocnym 2Q

W piątek o godz. 9:30 GUS opublikuje wstępne dane o PKB w 3Q 2026. Według naszych szacunków gospodarka wzrosła w tym okresie o 3,6% r/r wobec 4,1% r/r w 2Q. W piątek nie poznamy jeszcze szczegółów struktury PKB, jednak na podstawie wskaźników miesięcznych szacujemy, że dynamika inwestycji spowolniła do 7,7% r/r z 8,5% r/r w 2Q. Czynnikiem hamującym wzrost PKB był również zapewne ujemny wkład eksportu netto. Szacunki te będzie można zweryfikować na podstawie danych o bilansie płatniczym za wrzesień, które poznamy w piątek. Z kolei wzrost konsumpcji gospodarstw domowych prawdopodobnie nieznacznie przyspieszył do 3,1% r/r z 2,8% r/r kwartał wcześniej. Dane o PKB powinny potwierdzić niewielkie osłabienie aktywności gospodarczej po mocnym 2Q. Taki wynik byłby również zgodny z listopadową projekcją NBP, która zakłada wzrost PKB o 3,6% r/r w 3Q 2026. W konsekwencji publikacja nie powinna istotnie wpłynąć na oczekiwania dotyczące dalszych decyzji RPP.

Potencjalnie spokojniejszy tydzień pod znakiem amerykańskiej inflacji

Po intensywnym ubiegłym tygodniu, w którym demokraci wyraźnie wygrali wybory w USA, a amerykańskie spółki związane z AI odnotowały silną przecenę, nadchodzące dni zapowiadają się spokojniej. Zmienność na rynkach finansowych w USA może być ograniczona ze względu na przypadający w środę Dzień Weteranów. Choć giełda pozostanie otwarta, zamknięty będzie rynek długu. Kluczową publikacją dla globalnych rynków finansowych w tym tygodniu będzie październikowy odczyt inflacji CPI w USA (wtorek). Według konsensusu inflacja ma obniżyć się do 0,3% m/m z 0,6% m/m we wrześniu, m.in. za sprawą wolniejszego wzrostu cen paliw. W przypadku inflacji bazowej oczekiwany jest wzrost cen o 0,2% m/m wobec 0,3% m/m miesiąc wcześniej. Warto odnotować, że wskaźniki inflacji w ujęciu rocznym nie zostaną opublikowane, ponieważ z powodu shutdownu nie zebrano danych za październik 2025 r. Naszym zdaniem realizacja tych oczekiwań powinna pozostać neutralna dla perspektyw polityki pieniężnej Fed. Rynki finansowe wyceniają obecnie niespełna dwie podwyżki stóp procentowych Fed po 25 pkt baz. do połowy 2027 r., co oznacza nieco łagodniejsze oczekiwania niż jeszcze tydzień temu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3901	-0,4%
USD/PLN	3,9295	-0,2%
CHF/PLN	4,8041	0,9%
EUR/USD	1,1172	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,73	-6
WIBOR 3M	3,89	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,82	22
5Y	5,62	-21
10Y	6,13	-22

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,50	-17
5Y	4,67	-26
10Y	4,99	-27

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	3,24	-10
US 10Y	4,85	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	156988,0	0,4
DAX	26052,4	0,3
S&P 500	7376,9	-2,7

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium bank

Rynek walutowy

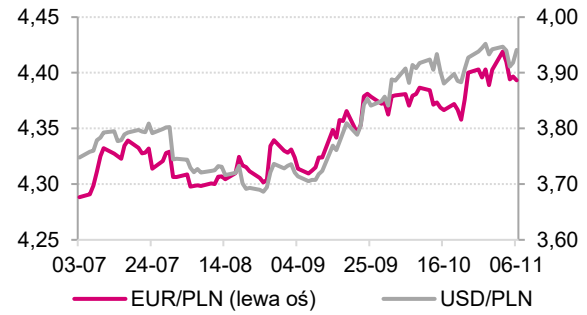
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Kurs EUR/PLN na przestrzeni ubiegłego tygodnia spadł z poziomu 4,42 do okolic 4,39. Złoty wykorzystał w pełni lepsze nastroje względem walut rynków wschodzących, panujące po amerykańskich wyborach połówkowych (zdecydowanie wygranych przez demokratów), jednocześnie ignorując wzrost awersji do ryzyka wywołany korektą na amerykańskiej giełdzie oraz umocnienie dolara. Polska waluta ponadto umacniała się pomimo niższych oczekiwań co do ścieżki stóp proc. w Polsce. W naszej ocenie częściowo mogło to być wynikiem kontrasygnaty premiera pod nominacjami prezydenta dla nowych członków zarządu NBP. Wysłało ono na rynek sygnał, że konflikt polityczny w Polsce nie będzie eskalował na instytucje kluczowe dla gospodarki, takie jak NBP. W tym tygodniu pozytywne czynniki w naszej ocenie nie wygasną, natomiast oczekiwania co do wysokości stóp proc. nie powinny się zmieniać. W połączeniu ze sprzyjającą sytuacją techniczną (formacja głowy z ramionami na EUR/PLN) stwarza możliwość spadku kursu EUR/PLN w kierunku 4,37. Ryzykiem dla tego scenariusza jest ewentualne pogłębienie korekty na giełdzie w USA lub zapowiedź działań osłonowych przez polski rząd (co obniżyłoby oczekiwaną ścieżkę inflacji). Oba te wydarzenia osłabiałyby złotego: pierwsze poprzez silniejszego dolara, drugie poprzez niższe oczekiwania co do stóp proc. w Polsce.
USD/PLN	↓	Wobec spadku EUR/PLN i wzrostu EUR/USD oczekujemy umocnienia złotego względem dolara. W ubiegłym tygodniu para ustanowiła lokalne minimum na poziomie 3,8930. Złotego wspierały lepszym sentyment względem rynków wschodzących. W tym tygodniu oczekujemy, że USD/PLN będzie podążał za eurodolarem.
EUR/USD	↑	W ubiegłym tygodniu zmienność notowań EUR/USD była podwyższona. Po początkowym wzroście do 1,1260 (osłabienie dolara) w reakcji na zwycięstwo demokratów w wyborach połówkowych narracja rynkowa uległa odwróceniu i doszło do korekty na amerykańskiej giełdzie, której towarzyszył spadek kursu EUR/USD do okolic 1,1140. W poniedziałek przed południem kurs wynosi natomiast ok. 1,1195. Od początku października notowania eurodolara poruszają się w przedziale 1,1115-1,1270 i w najbliższym tygodniu nie oczekujemy wyłamania z tego trendu. Niemniej osłabienie dolara i wzrost EUR/USD w kierunku górnego ograniczenia tego przedziału są w naszej ocenie prawdopodobne, ze względu na stabilizację cen surowców energetycznych na niższych poziomach oraz możliwość zakończenia korekty na amerykańskiej giełdzie. W ubiegłym tygodniu indeks Nasdaq-100 (benchmark dla spółek technologicznych) stracił ponad 5%. W naszej ocenie fundamenty ekonomiczne nie uzasadniają takiej korekty, gdyż obawy o silne ograniczenie rozbudowy centrów danych przez demokratów uważamy za przesadzone. Pojawia się więc szansa na odbicie, które osłabiałoby dolara.

Rynek obligacji

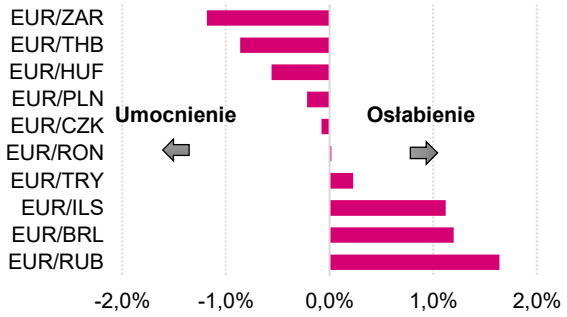
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	Rentowność polskiej 10-latki zanotowała solidny spadek w poprzednim tygodniu. Wynikał on, w naszej ocenie, z nieco lepszych nastrojów względem rynków wschodzących, kontrasygnaty premiera pod nominacją nowych członków zarządu NBP, a także ze złagodzenia oczekiwań co do ścieżki stóp proc. w Polsce po niższym od konsensusu odczycie inflacji CPI za październik. Jednak spadek zatrzymał się na poziomie wsparcia 6,10%, który ogranicza wahania rentowności od początku września. Ma to, w naszej ocenie, uzasadnienie fundamentalne w postaci cen surowców energetycznych, które wciąż utrzymują się na wysokich poziomach (ropa naftowa Brent kosztuje 95 USD/bbl). W związku z tym przestrzeń do dalszych spadków jest obecnie ograniczona. Nastroje wciąż są jednak niezłe, więc rentowność polskiej 10-latki może ustabilizować się w tym tygodniu w przedziale 6,10-6,25%. Natomiast narracja prezesa NBP A. Glapińskiego na zeszłotygodniowej konferencji w połączeniu z nową projekcją makroekonomiczną NBP wskazuje, że istotnym czynnikiem dla przyszłej ścieżki stóp proc. w Polsce będą działania osłonowe rządu (program CPN, ceny energii). Zatem, jeżeli rząd ogłosiłby takie działania w tym tygodniu, mogłoby to doprowadzić do spadku rentowności 10-latki poniżej 6,10%, co stanowi ryzyko dla naszego scenariusza. Z kolei wzrost cen surowców energetycznych mógłby pchać rentowności w górę.
10Y DE (%)	↔	Na przestrzeni ubiegłego tygodnia rentowność 10-letniego Bunda spadła o 10 pkt baz., wspierana przez niższe ceny surowców energetycznych. W tym tygodniu oczekujemy jednak konsolidacji. Ceny ropy naftowej i gazu ziemnego przestały spadać i wciąż utrzymują się na bardzo wysokich poziomach. Nie pojawiły się jednocześnie perspektywy szybkiego rozwiązania konfliktu na Bliskim Wschodzie. W związku z tym przestrzeń do dalszych spadków jest obecnie ograniczona, jednak gorsze nastroje na globalnych rynkach akcji powinny utrzymać rentowność w konsolidacji w przedziale 3,21-3,33%.
10Y US (%)	↔	W ubiegłym tygodniu rentowność amerykańskiej 10-latki pozostawała w trwającym od miesiąca trendzie spadkowym i ustanowiła nowe lokalne minimum na poziomie 4,81%. W naszej ocenie przestrzeń do dalszych spadków jest jednak obecnie ograniczona. Ceny surowców energetycznych pozostają na wysokim poziomie, a rynek wycenia obecnie niecałe dwie podwyżki stóp proc. w USA o 25 pkt baz. w perspektywie 12 miesięcy, więc oczekiwania są bardziej uzasadnione fundamentalnie niż przed miesiącem. Oczekujemy więc stabilizacji rentowności w przedziale 4,81-4,97%. Ryzykiem dla naszego scenariusza jest odczyt inflacji CPI w USA za październik. Ewentualne większe odchylenie od konsensusu może powodować bardziej znaczące wahania.

Wykresy rynkowe

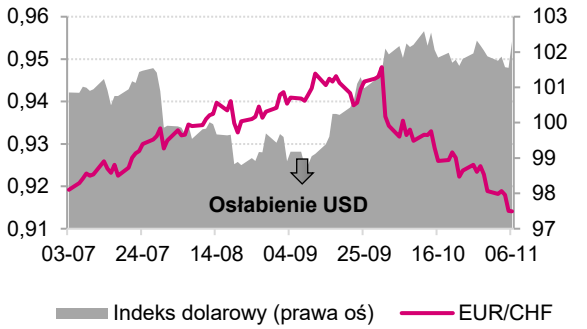
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



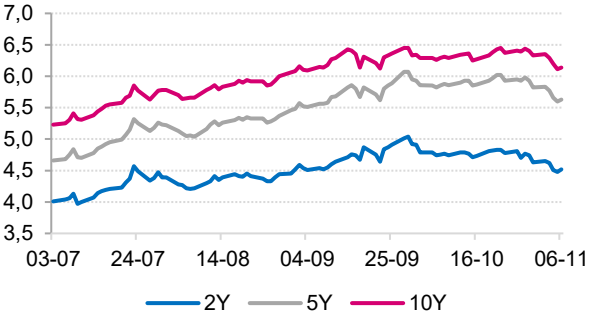
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



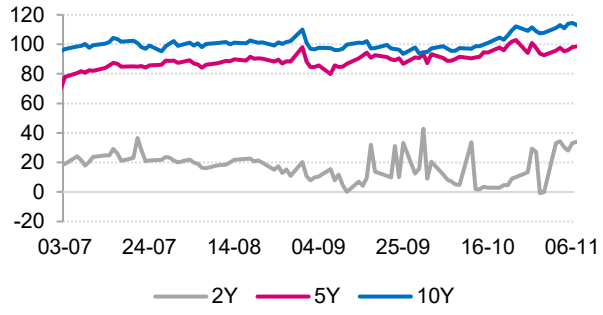
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



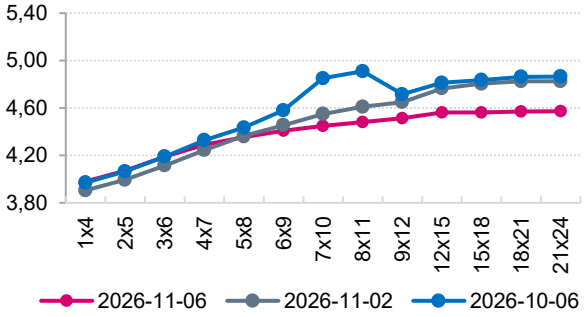
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



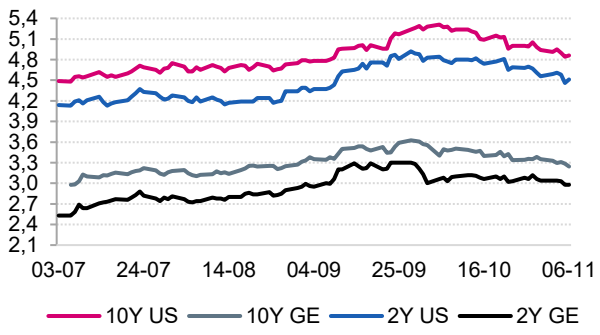
Krajowe stawki asset swap [pkt. baz.]



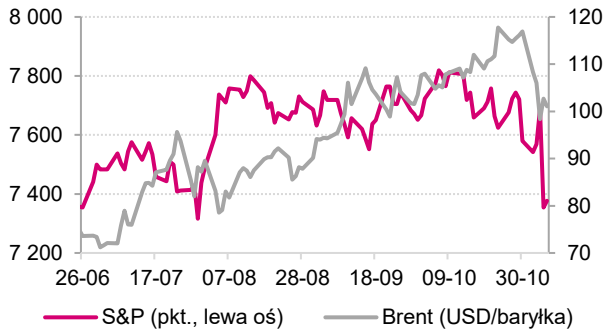
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
	Poniedziałek 9 listopada					
02:30	Inflacja PPI r/r	Chiny	Październik	5.0%	5.3%	
02:30	Inflacja CPI r/r	Chiny	Październik	0.9%	0.8%	
10:30	Indeks Sentix	EZ	Listopad	2.7	2.1	
	Wtorek 10 listopada					
	Eksport r/r	Chiny	Październik	36.3%	33.0%	
	Import r/r	Chiny	Październik	31.0%	33.0%	
08:30	Inflacja CPI r/r	Węgry	Październik	1.6%		
14:30	**Inflacja CPI m/m s.a.**	**USA**	**Październik**	**0.6%**	**0.3%**	
14:30	Inflacja bazowa CPI m/m s.a.	USA	Październik	0.3%	0.2%	
	Środa 11 listopada					
	Dzień wolny od pracy - Święto Niepodległości	Polska	Listopad			
08:00	Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Październik	3.3%	2.8%	
	Czwartek 12 listopada					
11:00	Przetarg zamiany obligacji	Polska	Listopad			
14:00	Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Listopad	6.50%	6.50%	
	Piątek 13 listopada					
09:30	**Inflacja CPI r/r fin.**	**Polska**	**Październik**	**4.1%**	**3.5%**	
09:30	**PKB r/r wst.**	**Polska**	**3Q**	**3.9%**	**3.6%**	**3.6%**
11:00	PKB kw/kw s.a. rew.	EZ	3Q	0.4%	0.4%	
14:00	**Saldo rachunku bieżącego (EUR)**	**Polska**	**Wrzesień**	**-3567 mln**	**-2560 mln**	**-2930 mln**
14:30	Inflacja PPI r/r	USA	Październik	6.3%	6.6%	
14:30	Inflacja bazowa PPI r/r	USA	Październik	5.0%	5.0%	
	Poniedziałek 16 listopada					
14:00	Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	3.1%		3.0%

Dane i prognozy

		2024	2025	2026	2027	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
PKB	% r/r	3.2	3.8	3.8	2.9	3.7	4.1	3.6	3.5	3.1	3.1	2.8	2.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%. k.o.	5.1	5.7	6.0	6.0	6.1	5.8	5.8	6.0	6.2	5.9	5.9	6.0
Inflacja CPI	% r/r. śr.o.	3.6	3.6	3.1	3.5	2.4	2.9	3.5	3.7	4.0	3.7	3.3	3,0
Stopa referencyjna	%. k.o.	5.75	4.00	3.75	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50
WIBOR 1M	%. k.o.	5.82	4.04	3.80	3.55	3.81	3.78	3.76	3.80	3.80	3.80	3.80	3.55
WIBOR 3M	%. k.o.	5.84	3.99	3.86	3.59	3.85	3.85	3.85	3.86	3.86	3.86	3.84	3.59
EUR/PLN	k.o.	4.27	4.23	4.35	4.27	4.29	4.30	4.37	4.35	4.30	4.28	4.27	4.27
USD/PLN	k.o.	4.10	3.60	3.82	3.65	3.74	3.77	3.84	3.82	3,81	3.79	3.71	3.65
EUR/USD	k.o.	1.04	1.17	1.14	1.18	1.15	1.14	1.14	1.14	1.13	1.13	1.15	1.18
EURIBOR 3M	%. k.o.	2.71	2.03	2.80	2.63	2.08	2.32	2.62	2.80	2.80	2.80	2.80	2.63
SOFR 3M	%. k.o.	4.69	4.01	4.33	4.87	3.68	3.63	3.68	4.33	4.62	4.79	4.83	4.87

** 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 jakiejkolwiek 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 jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.