

## EBC w dobrym miejscu, ale nie na stałe

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wzrosty na Wall Street wczoraj wyhamowały po tym, jak J.Powell ocenił, że w FOMC nie ma jasnego konsensusu co do dalszych obniżek stóp. Indeks S&P500 ciągnęły w dół głównie spółki technologiczne. Zgodna z oczekiwaniami decyzja EBC nie wywołała reakcji rynkowej. Dolar umacniał się wobec głównych walut, a rentowności obligacji na rynkach bazowych marginalnie wzrosły. W tych warunkach złoty osłabił się do dolara (pod koniec dnia USDPLN wzrósł do 3,67) oraz do euro (do ok. 4,2450). Rentowności krajowych SPW wzrosły.
- Dziś w centrum uwagi będą wstępne szacunki inflacji za październik w Polsce i w strefie euro.
- Inflacja HICP w strefie euro według konsensusu utrzymała się na poziomie z września, zarówno w wersji *headline* (2,2% r/r), jak i bazowej (2,4% r/r). Wczorajsze publikacje z Niemiec i Hiszpanii sygnalizują jednak pewne ryzyko w górę dla powyższej prognozy.
- Krajowa inflacja wg nas i konsensusu w październiku wzrosła marginalnie, do 3,0% r/r z 2,9% r/r w dwóch poprzednich miesiącach. W danych źródłem niepewności są m.in. cenowe konsekwencje wprowadzenia systemu kaucyjnego. Teoretycznie nie powinno to mieć bezpośredniego wpływu na inflację, jednak w praktyce niektórzy producenci mogli przenieść na napoje część kosztów związanych z nowymi rozwiązaniami. Odczyt inflacji będzie istotny dla RPP, gdyż decyzja o obniżce stóp na listopadowym posiedzeniu wydaje się być na ostrzu noża. Choć kluczowe znaczenie będzie miała nowa projekcja, to ewentualne zaskoczenie inflacją w dół zwiększyłoby prawdopodobieństwo kolejnego spadku stóp przed końcem tego roku.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** EBC zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (depozytowa 2,00%, refinansowa 2,15%). Decyzja ponownie zapadła jednogłośnie. Więcej w Makro Flashu: [Co pokaże grudniowa projekcja.](#)
- EUR:** Indeks nastrojów w gospodarce ESI w październiku wzrósł do 96,8 pkt. wobec 95,6 pkt. we wrześniu, przewyższając oczekiwania na

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO\_Research

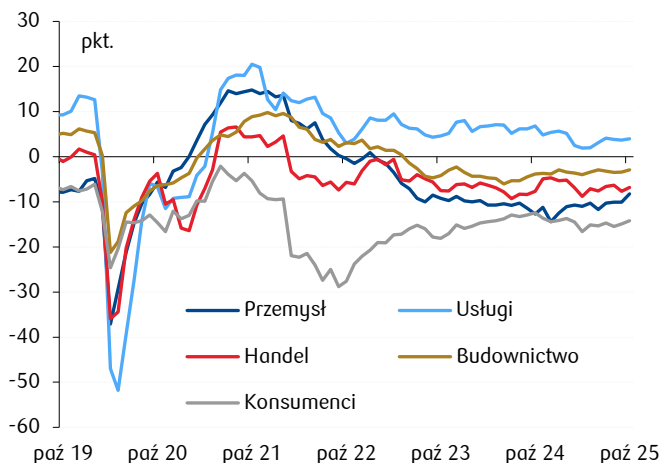
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

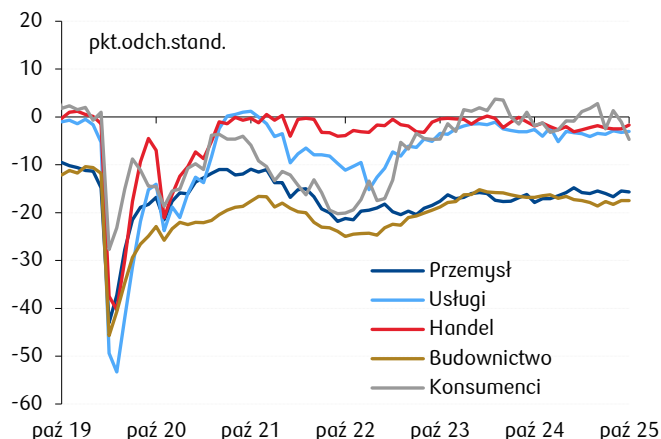
	Wartość 2025-10-30	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2445	0,1
USDPLN	3,6705	1,0
CHFPLN	4,5763	0,2
GBPPLN	4,8285	0,1
EURUSD	1,1564	-0,9
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,12	7
PL5Y	4,78	3
PL10Y	5,43	2
DE10Y	2,64	2
US10Y	4,09	2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	112 708,1	-0,5
DAX	24 118,9	0,0
S&P500	6 822,3	-1,0
Nikkej**	52 357,7	2,0
Shanghai Comp.**	3 965,5	-0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3994,35	-0,1
Ropa Brent	65,00	0,1

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.

### Wskaźniki ESI w strefie euro



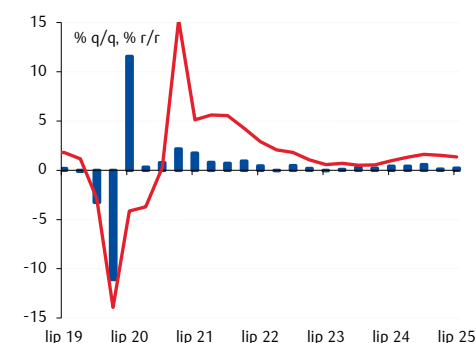
### Wskaźniki ESI w Polsce



poziomie 95,8 pkt. Źródłem drugiej z rzędu poprawy były lepsze nastroje firm z branż przemysłowej (+1,9pp na fali wzrostu prognoz produkcji i zamówień, w tym eksportowych), handlu detalicznego (+0,9pp), oraz – w mniejszym stopniu – budownictwa (+0,5pp). **Poprawiły się też nieco nastroje konsumenckie – indeks wzrósł do -14,2 pkt. (+0,7pp).** Wzrost wskaźnika ufności konsumenckiej nie wynikał z większej skłonności do dokonywania zakupów, a z poprawy ocen sytuacji finansowej i perspektyw gospodarki oraz spadku oczekiwań inflacyjnych. Nastroje w strefie euro pozostają poniżej długookresowej średniej.

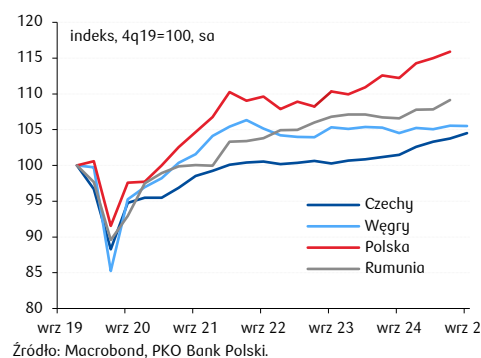
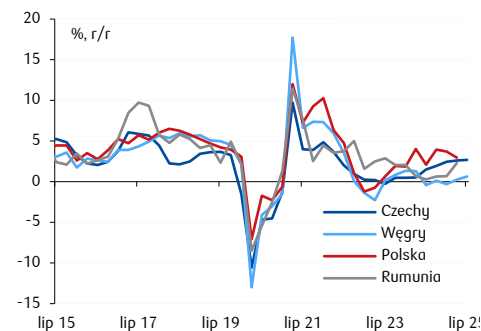
- **POL:** Wskaźnik nastrojów w gospodarce ESI w październiku obniżył się do 98,4 pkt. wobec 99,9 pkt. przed miesiącem, co było efektem spadku nastrojów konsumentów i firm przemysłowych. Nieco poprawiła się natomiast koniunktura w handlu i usługach.
- **EUR:** PKB w 3q25 wzrósł wg pierwszego szacunku o 0,2% q/q i 1,3% r/r, nieco wolniej niż w 2q (1,5% r/r), ale silniej niż oczekiwano (kons.: 1,2% r/r). W całej UE wzrost był szybszy (0,3% q/q i 1,5% r/r). Wśród państw UE, dla których dostępne są dane, najsilniejszy wzrost q/q odnotowano w Szwecji (1,1%), Portugalii (0,8%), Czechach (0,7%), Hiszpanii (0,6%) i Francji (tu wyniósł 0,5%, był najwyższy od 2023 i o 0,3pp wyższy niż oczekiwano). Spadki zanotowano na Litwie (-0,2% q/q) oraz w Irlandii i Finlandii (w obu przypadkach -0,1% q/q).
- **GER:** PKB w 3q25 nie zmienił się względem 2q (0% q/q sca). Według wstępnych danych inwestycje wzrosły w 3q, natomiast spadł eksport. W ujęciu r/r wzrost PKB pozostał na poziomie 0,3%.
- **GER:** Inflacja CPI w październiku wg wstępnych danych spowolniła do 2,3% r/r z 2,4% r/r we wrześniu. Dane marginalnie przewyższyły oczekiwania (kons.: 2,2% r/r). Inflacja bazowa (bez żywności i energii) pozostała na poziomie 2,8% r/r.
- **POL:** J.Szyszko (MFiPR) powiedział, że zaakceptowana przez KE płatność z KPO w wys. ok. 26 mld PLN powinna trafić do Polski na początku grudnia. Dodał, że przed Polską są jeszcze tylko trzy przelewy z KPO, ale za to rekordowe: ich łączna wartość ma przekroczyć 100 mld PLN.
- **HUN:** Według wstępnych danych PKB w 3q25 wzrósł o 0,6% r/r względem marginalnego wzrostu o 0,1% r/r w 2q25. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB wyniosła 0,0% (sca). Choć formalnie nie oznacza to recesji, to dane stanowią rozczarowanie (mediana oczekiwań wskazywała na wzrost o 1,0% r/r), a Węgry pozostają w stagnacji (por. wykres na marginesie). Szczegółowe rozbicie danych poznamy 2 grudnia, jednak zakładamy, że wzrostowi sprzyjała konsumpcja, a w przeciwnym kierunku oddziaływały inwestycje i eksport netto. Choć stan gospodarki nie zachwyca, oczekujemy, że dla MNB ważniejsza pozostanie podwyższona inflacja i do końca 2025 stopa bazowa pozostanie na poziomie 6,50%.
- **CZE:** Według wstępnych danych PKB w 3q25 wzrósł o 2,7% r/r po wroście o 2,6% r/r w 2q25, przekraczając tym samym rynkowe oczekiwania (kons.: 2,3% r/r) i stanowiąc najwyższy odczyt od 2q22. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB wyniosła 0,7%. Wzrost w ujęciu rocznym napędzany był przede wszystkim konsumpcją prywatną oraz nakładami brutto na środki trwałe. W ujęciu podażowym do wzrostu przyczyniły się budownictwo, handel, transport oraz usługi branży HoReCa. Zatrudnienie nie zmieniło się w ujęciu kwartalnym, zaś w ujęciu rocznym rosło o 0,9%. Szczegółowe dane zostaną opublikowane 28 listopada. Na ten moment nie zakładamy, żeby dane miały istotny wpływ na decyzje CNB i oczekujemy utrzymania stabilnych stóp do końca 2026.
- **EUR:** Stopa bezrobocia we wrześniu, po uwzględnieniu czynników sezonowych, ustabilizowała się na poziomie 6,3%. W całej UE stopa bezrobocia była niższa i pozostała na sierpniowym poziomie 6,0%. Polska jest

### PKB w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Wzrost PKB w regionie CEE (dynamika i indeks)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

wciąż wśród państw o najniższej stopie bezrobocia (3,2%), wyprzedzają nas jedynie Czechy (3,0%), Malta (3,0%) i Słowenia (3,1%).

- **POL:** Minister **M.Motyka** (Ministerstwo Energii) poinformował, że **ceny taryf zatwierdzanych przez Prezesa URE** (obowiązujących z początkiem 2026) **powinny być zbliżone do poziomu 500 PLN/MWh**. Oznacza to, że gospodarstwa domowe nie muszą spodziewać się wzrostu rachunków za energię. Jednocześnie zapowiedziano uproszczenie struktury faktur - nowe regulacje mają zobowiązać spółki energetyczne do przejrzystego podziału kosztów, co ma zwiększyć czytelność dla odbiorców końcowych. Projekt ustawy deregulacyjnej ma trafić do parlamentu w tym roku.
- **POL:** Rzecznik rządu poinformował, że otwarcie przejść granicznych z Białorusią będzie możliwe w połowie listopada.
- **CHN:** Oficjalny wskaźnik PMI dla przemysłu w październiku **obniżył się do 49,0 pkt.** z 49,8 pkt. we wrześniu, osiągając **najniższy poziom od 6 miesięcy**. Subindeksy produkcji, nowych zamówień oraz zatrudnienia pogłębiły spadki. PMI dla usług wzrósł marginalnie do 50,1 pkt., wspierany przez ożywienie w transporcie i turystyce, jednak nie zdołało to zapobiec spadkowi wskaźnika kompozytowego do 50 pkt. - najniższego poziomu od końca 2022. Częściowo słabsze dane można tłumaczyć 8-dniową przerwą świąteczną (Golden Week), ale również rosnącymi napięciami handlowymi z USA.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 24 października</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	09:30	pkt.	49,5	49,5	--	49,6
GER: PMI w usługach (paź., wst.)	09:30	pkt.	51,5	51,0	--	54,5
EUR: PMI w przetwórstwie (paź., wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,9	--	50,0
EUR: PMI w usługach (paź., 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 (paź., rew.)	16:00	pkt.	55,1	55,0	--	55,0
<b>Poniedziałek, 27 października</b>						
GER: Indeks Ifo (paź.)	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	--	--
<b>Wtorek, 28 października</b>						
USA: Ceny nieruchomości (sie.)	14:00	% r/r	1,82	1,40	--	1,5
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paź.)	15:00	pkt.	94,2	93,8	--	94,6
<b>Środa, 29 października</b>						
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	3,75-4,00
<b>Czwartek, 30 października</b>						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,50	0,50	0,50	0,50
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	0,1	1,0	--	0,6
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,3	--	2,7
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	0,3	0,2	--	0,3
EUR: Koniunktura konsumencka (paź., rew.)	11:00	pkt.	-14,9	-14,2	--	-14,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paź.)	11:00	pkt.	95,5	95,8	--	96,8
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,5	1,2	--	1,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wzrost PKB (3q)	13:30	% q/q saar	3,8	3,0	--	--
GER: Inflacja CPI (paź., wst.)	14:00	% r/r	2,4	2,2	--	2,3
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,00	2,00	2,00	2,00
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,15	2,15	2,15	2,15
<b>Piątek, 31 października</b>						
POL: Inflacja CPI (paź., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,0	--
EUR: Inflacja HICP (paź., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź., 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	--	--

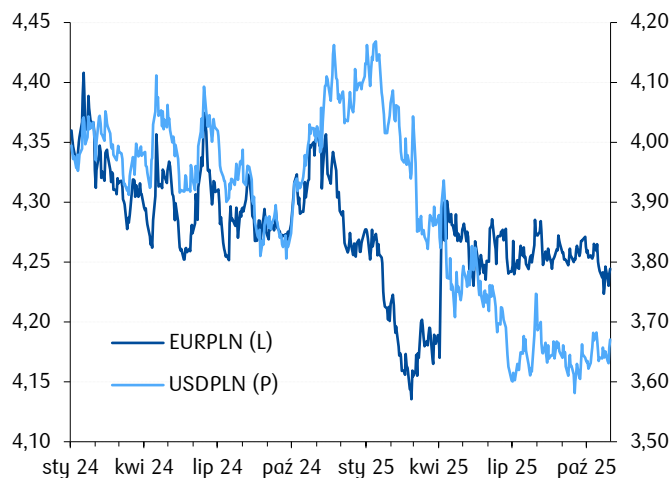
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

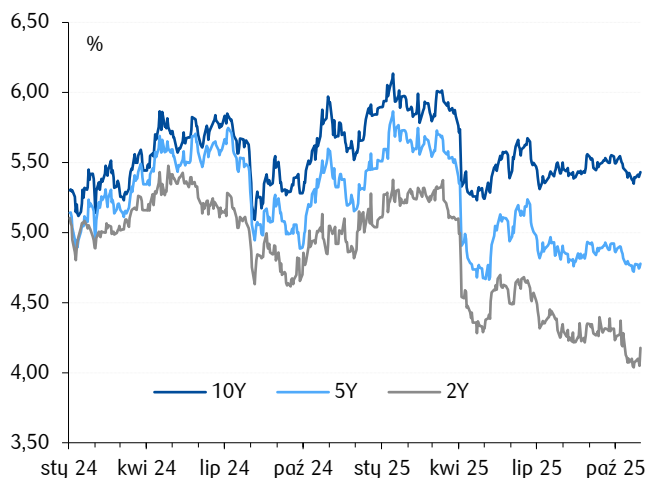
		Wartość 2025-10-30	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2445	0,1	0,4	-0,4	-2,5	-10,2
	USDPLN	3,6705	1,0	0,8	0,9	-8,4	-22,3
	CHFPLN	4,5763	0,2	0,0	0,5	-1,3	-4,1
	GBPPLN	4,8285	0,1	-0,5	-1,2	-6,4	-11,9
	EURUSD	1,1564	-0,9	-0,4	-1,3	6,5	15,7
	EURCHF	0,9275	-0,1	0,4	-0,8	-1,2	-6,3
	GBPUSD	1,3149	-0,7	-1,3	-2,0	2,3	13,5
	USDJPY	154,17	1,5	1,0	4,6	1,2	5,6
	EURCZK	24,34	-0,1	0,0	0,2	-3,9	-0,7
	EURHUF	388,48	0,0	-0,4	-0,3	-4,9	-5,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,12	7	4	-14	-93	-409
	PL5Y	4,78	3	2	-9	-80	-331
	PL10Y	5,43	2	4	-7	-50	-248
	DE2Y	1,99	1	6	-2	-32	19
	DE5Y	2,25	2	7	-5	-2	41
	DE10Y	2,64	2	6	-6	25	66
	US2Y	3,61	1	12	6	-55	-71
	US5Y	3,72	1	12	4	-43	-37
	US10Y	4,09	2	9	0	-19	15
	<b>Akcje</b>	WIG	112 708,1	-0,5	1,0	4,7	41,7
WIG20		3 029,3	-0,3	1,5	5,9	37,4	101,0
S&P500		6 822,3	-1,0	1,2	1,6	19,6	79,2
NASDAQ100		25 734,8	-1,5	2,5	3,4	29,4	129,9
Shanghai Composite**		3 965,5	-0,5	1,1	2,1	20,9	32,9
Nikkei**		52 411,3	2,1	7,8	16,6	34,1	91,7
DAX		24 118,9	0,0	-0,4	-1,2	26,4	82,6
VIX		19,11	0,9	1,0	-1,2	-8,8	-29,0
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	65,0	0,1	-1,5	1,4	-11,2	-33,0
	Ropa WTI	61,4	0,2	-1,7	0,1	-11,8	-31,1
	Złoto	3994,4	-0,1	-3,6	4,1	45,7	140,1

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

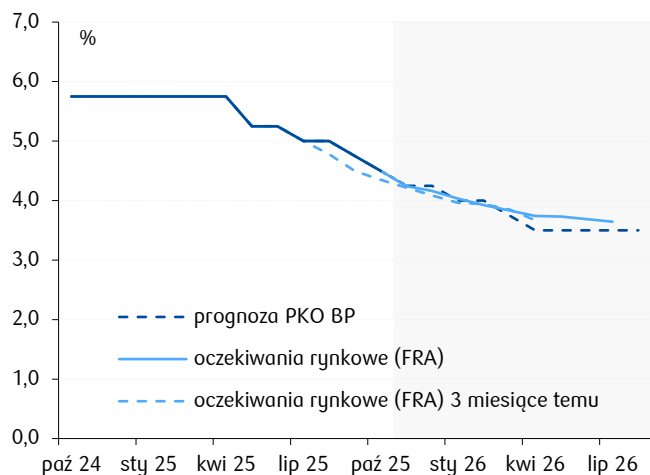
## Notowania złotego wobec głównych walut



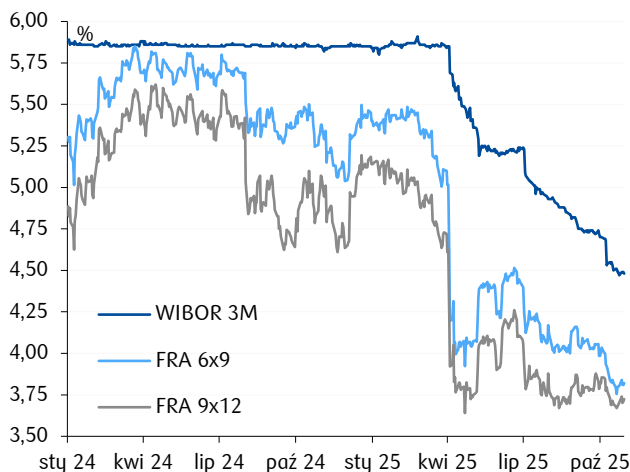
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



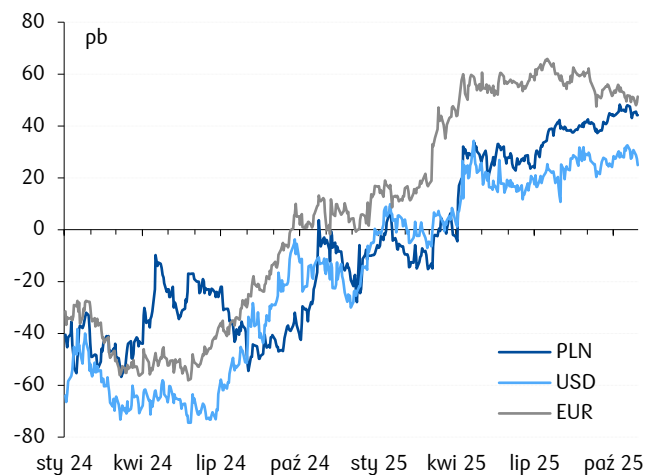
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



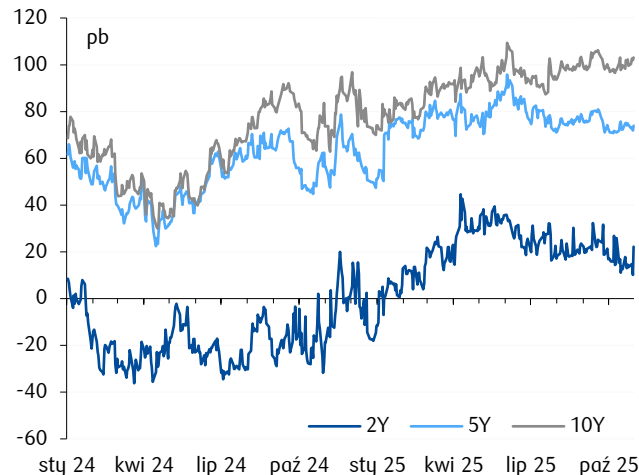
### Krótkoterminowe stopy procentowe



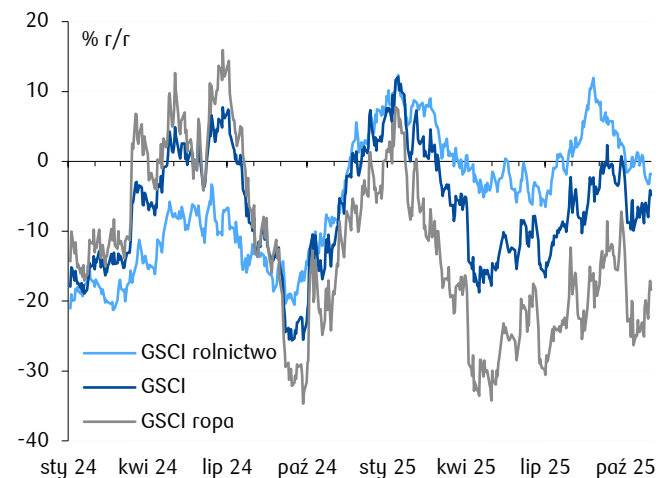
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



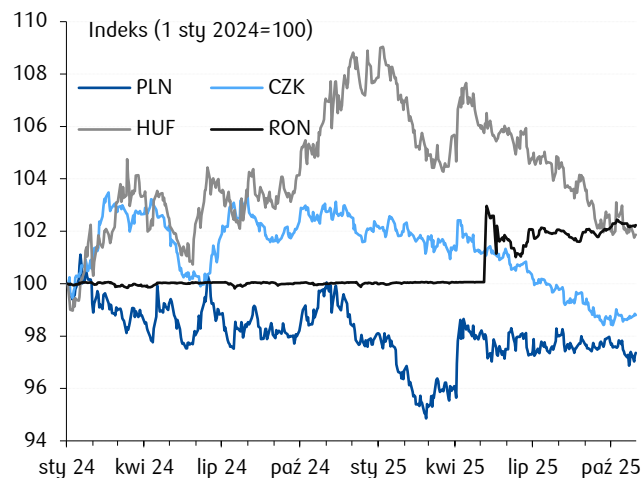
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

