

Jesienne spadki inflacji

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec tygodnia przyniósł powrót entuzjazmu na Wall Street. Indeks S&P500 odbił w górę, wsparty m.in. solidnymi wynikami Apple i Amazona. Słabsze nastroje panowały na giełdach europejskich. Dolar umocnił się względem głównych walut, a rentowności obligacji na rynkach bazowych nie zmieniły się istotnie. Wzrosty cen ropy wyhamowały po krótkotrwałym skoku wywołanym przez doniesienia, że USA planują uderzenia w cele wojskowe w Wenezueli. Weekendowe doniesienia ze szczytu OPEC, który na listopad zapowiedział wzrost wydobycia o kolejnych 137 tys. b/d, ale zadeklarował, że w 1q26 wydobycie nie będzie już zwiększane, ponownie wypchnęły ceny ropy w górę. Niższe od oczekiwań dane o krajowej inflacji CPI nie sprzyjały złotemu, który osłabił się zarówno do dolara, jak i euro. Wzmocnienie oczekiwań na obniżkę stóp procentowych NBP w listopadzie sprzyjało też spadkom rentowności obligacji.
- **Rozpoczynający się tydzień zdominują posiedzenie RPP i nowa projekcja inflacji i PKB (choć jej szczegóły poznamy zapewne dopiero w kolejnym tygodniu).** W USA coraz silniej odczuwalne będzie zawieszenie działalności rządu. Banki centralne Czech, Szwecji, Norwegii i Wielkiej Brytanii podejmą decyzje, choć oczekujemy, że żaden z nich nie zmieni stóp. Tydzień zakończy potencjalna aktualizacja ratingu Polski przez S&P.
- **Wydarzeniem tygodnia w kraju będzie środowe posiedzenie RPP, na którym Rada zapozna się z listopadową projekcją inflacji i PKB. Zakładamy, że RPP zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp o 25pb.** Niższa od oczekiwań inflacja CPI w październiku (2,8% r/r) dodatkowo zwiększyła prawdopodobieństwo takiego scenariusza. Przy dużej zmienności retoryki, Rada w ostatnim czasie wykazywała wrażliwość na bieżące odczyty inflacyjne, a dane za październik, poza niższą inflacją CPI, sugerują także postęp dezinflacji w kategoriach bazowych. Szacujemy, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w okolice 2,9-3,0% r/r z 3,2% r/r we wrześniu. Więcej szczegółów na temat motywacji Rady oraz informacji co do dalszych kroków RPP może dostarczyć konferencja Prezesa NBP (czw.), a także prezentacja projekcji (w piątek lub poniedziałek).
- **Zawieszenie działalności rządu w USA w związku z brakiem finansowania (government shutdown) trwa już ponad miesiąc.** Dotychczas skutkiem

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

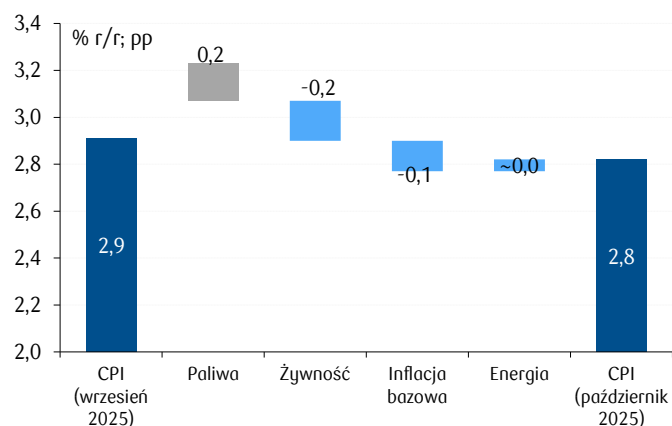
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

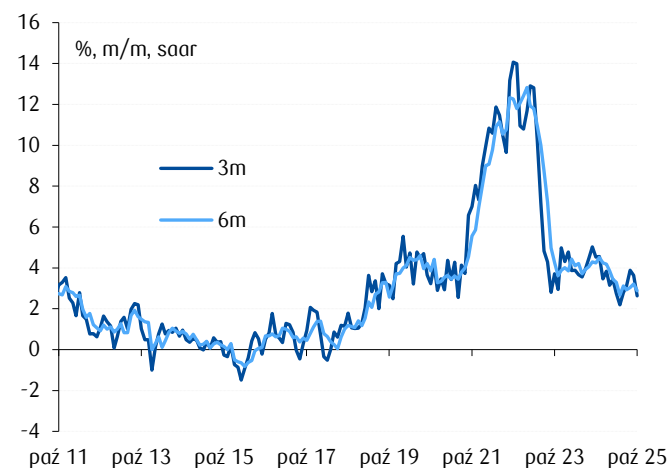
	Wartość 2025-10-31	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2590	0,3
USDPLN	3,6900	0,5
CHFPLN	4,5967	0,4
GBPPLN	4,8509	0,5
EURUSD	1,1542	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,21	3
PL5Y	4,71	-6
PL10Y	5,37	-6
DE10Y	2,64	0
US10Y	4,10	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 487,1	-1,1
DAX	23 958,3	-0,7
S&P500	6 840,2	0,3
Nikkei**	52 411,3	0,0
Shanghai Comp.**	3 972,4	0,4
Surowce:		
Złoto	3978,95	-0,4
Ropa Brent	65,07	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.

Zmiana inflacji CPI w Polsce między październikiem a wrześniem



Annualizowany impet inflacji bazowej w Polsce*



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski, * na podstawie szacunku dla października

shutdownu były m.in. brak zaplanowanych publikacji danych makroekonomicznych, w tym m.in. danych o zatrudnieniu poza rolnictwem, opóźnienie publikacji danych o inflacji CPI, a także opóźnienia lotów związane z niepełną obsadą kontrolerów. Według szacunków m.in. JPMorgan **każdy tydzień trwania zawieszenia rządu w USA przekłada się na ubytek PKB w wysokości 0,1%**, jednak znaczna część utraconej produkcji zostanie nadrobiona po wznowieniu działalności rządu. *Congressional Budget Office* szacuje, że najdłuższy w historii *shutdown*, trwający 35 dni, który miał miejsce na przełomie 2018 i 2019, przejściowo obniżył PKB o 11 mld USD, z czego 3 mld USD zostały utracone bezpowrotnie. Na ten moment nie zanoszą się na szybkie osiągnięcie porozumienia między Demokratami i Republikanami, które zakończyłoby *shutdown*, a ten staje się coraz większym realnym problemem. Kilkaset tysięcy pracowników federalnych zostało wysłanych na bezpłatny urlop. W piątek nie było pewne, czy wynagrodzenia dostaną żołnierze (wg komunikatu rządu, dzięki przesunięciu środków, wszystkie płatności zostały zrealizowane). Zgodnie z zapowiedziami Departamentu Rolnictwa wypłacanie talonów na jedzenie w ramach programu SNAP (*Supplemental Nutrition Assistance Program*) będzie opóźnione, a potrzebujący Amerykanie 1 listopada nie otrzymali kartek żywnościowych. Program SNAP kosztuje około 8 mld USD miesięcznie, wspiera około 42 mln osób i wg orzeczeń dwóch sędziów, nawet w obliczu zawieszenia rządu, nie może zostać wstrzymany. Administracja także w tym przypadku jest więc zmuszona do poszukiwania alternatywnych środków. Wiceprezydent USA J.D.Vance powiedział, że jeśli zawieszenie rządu potrwa do Święta Dziękczynienia (27 listopada), to może to być katastrofą.

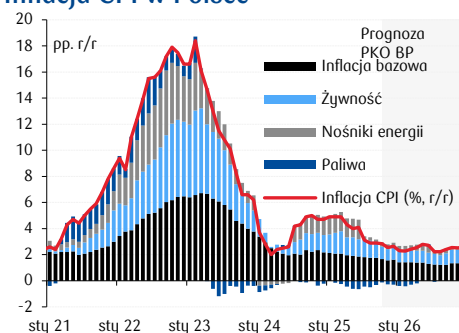
- **Dziś poznamy odczyt wskaźnika PMI w polskim przetwórstwie w październiku.** Spodziewamy się umiarkowanej poprawy indeksu względem września (kons.: 48,6 pkt., PKOe: 48,3 pkt.). Ponadto, dziś opublikowane zostaną zrewidowane wskaźniki PMI w przetwórstwie dla Niemiec, całej strefy euro oraz USA (wstępne odczyty wskazały na niewielką poprawę nastrojów we wszystkich gospodarkach), a w środę w niemieckich i europejskich usługach (tu skala poprawy była większa). Z USA napłynie dziś także wskaźnik ISM w przetwórstwie w październiku – rynkowy konsensus oczekuje marginalnej poprawy.
- **Kondycja amerykańskiego rynku pracy pozostanie owiana tajemnicą.** Wciąż nie poznaliśmy danych o zatrudnieniu poza rolnictwem we wrześniu, a w piątek powinny już zostać opublikowane dane o zatrudnieniu w październiku (których najpewniej nie poznamy w związku z trwającym *shutdownem*). Rąbka tajemnicy może uchylić prywatny raport ADP, który we wrześniu wskazał na spadek zatrudnienia o 32 tys., zaś oczekiwania co do października kształtują się na poziomie +25 tys. W związku z zawieszeniem rządu nie poznamy danych o bilansie handlowym i zamówieniach fabrycznych we wrześniu, a także cotygodniowych danych o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych. **Nieco światła na nastroje konsumentów rzuci indeks Uniwersytetu Michigan (pt.)** – rynek oczekuje marginalnego wzrostu wskaźnika w listopadzie po spadku w październiku.
- **Poza RPP w tym tygodniu decyzje podejmą szwedzki Riksbank (śr.), Norges Bank (czw.) oraz Bank Anglii (czw.).** We wszystkich przypadkach oczekujemy utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie, a zatem 1,75% w Szwecji oraz 4,00% w Norwegii i w Wielkiej Brytanii. Wszystkie te gospodarki w ostatnich miesiącach odnotowały wzrosty inflacji, co wymusza pauzę w cyklu obniżek. Inflacja CPIF w Szwecji we wrześniu wyniosła 3,1% r/r, inflacja CPI w Wielkiej Brytanii 3,8% r/r, zaś w Norwegii 3,6% r/r.
- **Bankierzy Fed i EBC, którzy decyzje o stopach procentowych podejmowali w zeszłym tygodniu, wracają do aktywności medialnej.** W tym tygodniu wypowiadać się będą m.in.: C.Lagarde (Prezeska EBC), J.Nagel (Prezes Bundesbanku), M.Daly (bez prawa głosu w FOMC), L.Cook (Zarząd Fed) oraz M.Bowman (Zarząd Fed).

- W regionie CEE decyzyjne posiedzenie ma Bank Czech (czw.), który najpewniej utrzyma stopy na poziomie 3,50%.
- Wśród danych regionalnych znajdzie się także wstępny odczyt inflacji CPI w Czechach w październiku (śr.). Spodziewamy się wzrostu do 2,5% r/r z 2,3% r/r. Ponadto poznamy pakiet danych o produkcji przemysłowej w Czechach (czw.) i na Węgrzech (czw.) oraz o sprzedaży detalicznej na Węgrzech (czw.) i w Rumunii (czw.).
- Tydzień zakończyć może przegląd ratingu Polski przez S&P. Po tym, jak Moody's i Fitch utrzymały oceny ratingowe bez zmian, ale obniżyły ich perspektywy do negatywnej, spodziewamy się analogicznej decyzji (A-, perspektywa negatywna).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

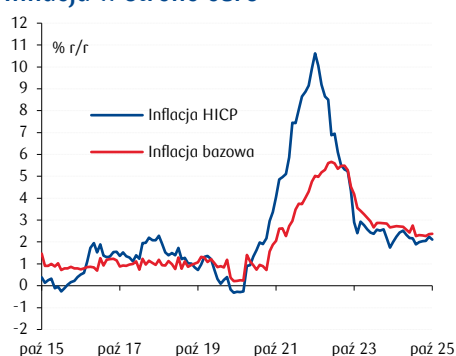
- **POL:** Inflacja w październiku ponownie zaskoczyła pozytywnie i spadła do 2,8% r/r z 2,9% r/r we wrześniu. Taki wynik był nie tylko niższy od konsensusu i naszych oczekiwań, ale też od prognozy przedstawionej przez Prezesa NBP podczas październikowej konferencji prasowej (3,0% r/r). Inflację obniżało hamowanie wzrostu cen żywności, a podbijały ceny paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżyła się w okolice 2,9-3,0% r/r z 3,2% r/r przed miesiącem. Więcej w Makro Flashu: [Kolejna pozytywna niespodzianka inflacyjna](#).
- **EUR:** Inflacja HICP w październiku obniżyła się do 2,1% r/r z 2,2% r/r we wrześniu. Źródła spadku inflacji to niższa dynamika cen żywności, alkoholu i tytoniu (2,5% r/r vs 3,0% r/r we wrześniu) oraz pogłębienie spadków cen energii. Inflacja bazowa (po wyłączeniu żywności, energii, alkoholu i tytoniu) utrzymała się na poziomie 2,4% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Obserwowana przez EBC presja cenowa w kategoriach bazowych pozostaje zatem lekko podwyższona, zwłaszcza w usługach. Wzrost cen usług w październiku przyspieszył do 3,4% r/r z 3,2% r/r we wrześniu. EBC w ostatniej projekcji zakładał, że inflacja spadnie poniżej 2% dopiero w przyszłym roku, a dane za październik naszym zdaniem nie stanowią zagrożenia dla tego scenariusza. Nowe kwartalne prognozy, które opublikowane zostaną w grudniu, mogą wznowić dyskusję o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej.
- **CHN:** PMI dla chińskiego przetwórstwa (badanie skupiające się na mniejszych, zorientowanych eksportowo firmach) w październiku spadł do 50,6 pkt. z 51,2 pkt. miesiąc wcześniej, nieznacznie silniej od prognoz. Istotny wpływ na ten wynik miał najsilniejszy od maja spadek nowych zamówień, który przełożył się także na istotny spadek optymizmu przetwórców – ich oceny odnośnie do przyszłości były najgorsze od pół roku. Obraz kreślony przez badanie nie odbiega od tego, nakreślonego w oficjalnej statystyce PMI w ubiegłym tygodniu (pokazała m.in. najdłuższy od 9 lat okres dekonunktury w przetwórstwie a indeks wyniósł 49 pkt.).
- **EUR:** M.Kazaks (EBC, Bank Łotwy) powiedział, że EBC musi ostrożnie interpretować projekcję inflacji, którą otrzyma w grudniu, i unikać chaotycznych decyzji, w związku z podwyższoną niepewnością.
- **USA:** L.Logan (Dallas Fed, bez prawa głosu w FOMC) powiedziała, że była przeciwna obniżce stóp w zeszłym tygodniu i dodała, że nie poparłaby ich redukcji również w grudniu, „chyba że pojawią się wyraźne dowody, że inflacja będzie spadać szybciej niż oczekiwano lub że rynek pracy schładza się szybciej”. Tymczasem Ch.Waller (zarząd Fed) ocenił, że inflacja będzie się stopniowo obniżać, ale rośnie ryzyko dla zatrudnienia, a to oznacza, że w grudniu Rezerwa powinna ponownie obniżyć stopy procentowe.
- **USA:** Niepełne dane Departamentu Pracy zagregowane przez Bloomberg sugerują, że liczba pierwszorazowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu zmniejszyła się do około 218 tys. wobec 231 tys. w tygodniu poprzednim. Departament Pracy nie publikuje cotygodniowego

Inflacja CPI w Polsce



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

raportu od 25 września z powodu zawieszenia rządu, ale udostępnił do pobrania dane dla większości stanów. Dane nie wskazują na pogorszenie sytuacji na rynku pracy.

- **UE:** Rzecznik KE O.Gill ocenił, że po wejściu w życie nowej umowy handlowej UE z Ukrainą nie ma uzasadnienia dla przedłużenia zakazów importu ukraińskich produktów nałożonych przez Polskę, Słowację i Węgry. Nowe porozumienie handlowe z Ukrainą ustanawia korzystne dla niej zwolnienia celne, ale jednocześnie wprowadza mechanizm ochronny, który pozwoli na szybką reakcję w razie wystąpienia zakłóceń na rynku UE. KE będzie naciskać na wymienione kraje by zniosły embargo.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 31 października						
POL: Inflacja CPI (paż., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,0	2,8
EUR: Inflacja HICP (paż., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	2,1
EUR: Inflacja bazowa (paż., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	2,4
Poniedziałek, 3 listopada						
CHN: PMI w przetwórstwie (paż.)	2:45	pkt.	51,2	50,7	--	50,6
POL: PMI w przetwórstwie (paż.)	9:00	pkt.	48,0	48,6	48,3	--
GER: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	9:55	pkt.	49,5	49,6	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	10:00	pkt.	49,8	50,0	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	15:45	pkt.	52,0	52,2	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (paż.)	16:00	pkt.	49,1	49,2	--	--
Wtorek, 4 listopada						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	14:30	USD	--	--	--	--
USA: Raport JOLTS (wrz.)	16:00	mln	7,227	--	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., rew.)	16:00	% m/m	2,9	--	--	--
Środa, 5 listopada						
GER: Zamówienia fabryczne (wrz.)	8:00	% m/m	-0,8	1,3	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz.)	8:00	% r/r	1,5	-3,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (paż., wst.)	9:00	% r/r	2,3	2,3	2,5	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
GER: PMI w usługach (paż., rew.)	9:55	pkt.	51,5	54,5	--	--
EUR: PMI w usługach (paż., rew.)	10:00	pkt.	51,3	52,6	--	--
USA: Raport ADP (paż.)	14:15	tys	-32	25	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	4,50	4,50	4,25	--
Czwartek, 6 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% m/m	-4,3	3,1	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-3,9	0,1	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (wrz.)	9:00	% r/r	-4,2	1,6	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku (.)	10:00	%	4,00	4,00	4,00	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	11:00	% r/r	1,0	1,1	--	--
UK: Posiedzenie BoE (.)	13:00	%	4,00	4,00	4,00-	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	--	--	--	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (.)	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
Piątek, 7 listopada						
GER: Eksport (wrz.)	8:00	% m/m	-0,5	0,4	--	--
GER: Import (wrz.)	8:00	% m/m	-1,3	0,0	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paż.)	14:30	--	--	--	--	--
USA: Stopa bezrobocia (paż.)	14:30	%	--	--	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paż.)	14:30	% r/r	--	--	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.)	16:00	pkt.	53,6	54,0	--	--
POL: Rating wg S&P	--	--	A-	--	A-	--

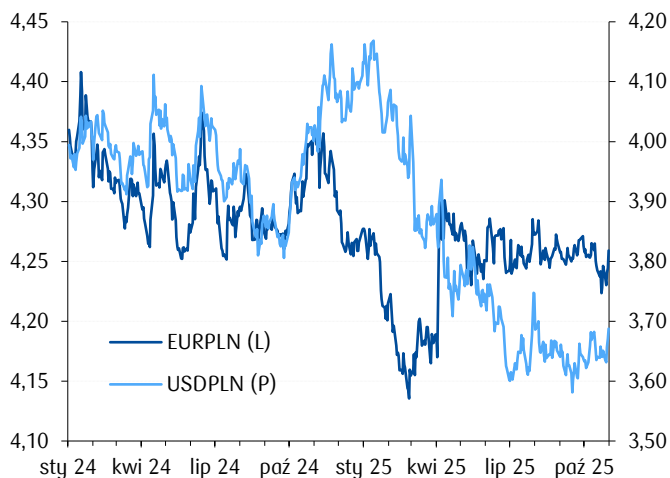
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

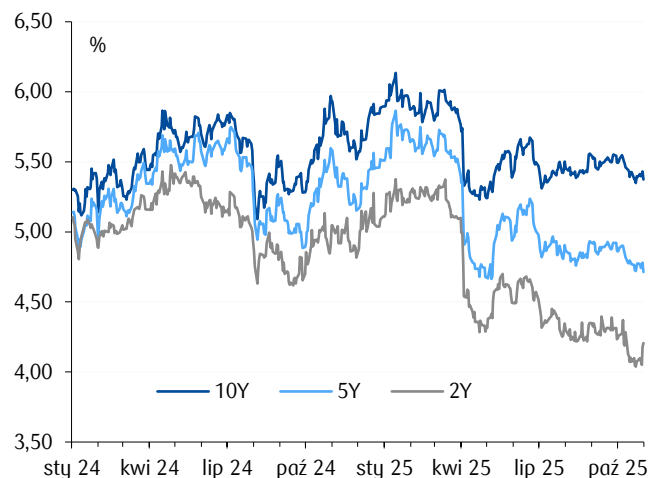
		Wartość 2025-10-31	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2590	0,3	0,3	0,1	-2,4	-9,7
	USDPLN	3,6900	0,5	1,0	1,8	-8,2	-22,1
	CHFPLN	4,5967	0,4	0,1	0,9	-0,5	-3,4
	GBPPLN	4,8509	0,5	-0,2	-0,6	-6,8	-11,8
	EURUSD	1,1542	-0,2	-0,7	-1,7	6,4	16,0
	EURCHF	0,9266	-0,1	0,2	-0,8	-1,9	-6,5
	GBPUSD	1,3139	-0,1	-1,2	-2,5	1,4	13,3
	USDJPY	154,06	-0,1	0,8	4,5	0,7	4,4
	EURCZK	24,34	0,0	0,1	0,4	-3,8	-0,6
	EURHUF	387,83	-0,2	-0,5	-0,2	-4,9	-6,0
Obligacje	PL2Y	4,21	3	13	-6	-84	-418
	PL5Y	4,71	-6	-6	-17	-87	-364
	PL10Y	5,37	-6	-2	-15	-56	-279
	DE2Y	1,99	-1	1	-3	-29	6
	DE5Y	2,24	-1	1	-7	-2	25
	DE10Y	2,64	0	1	-6	23	55
	US2Y	3,60	-1	12	2	-61	-82
	US5Y	3,71	-1	11	-1	-51	-48
		US10Y	4,10	0	10	-3	-28
Akcje	WIG	111 487,1	-1,1	0,1	3,2	40,1	125,0
	WIG20	2 987,3	-1,4	0,2	4,3	35,5	98,0
	S&P500	6 840,2	0,3	0,7	1,9	19,4	75,3
	NASDAQ100	25 858,1	0,5	2,0	4,3	29,1	124,0
	Shanghai Composite**	3 972,4	0,4	0,6	2,3	21,4	36,2
	Nikkei**	52 411,3	0,0	6,3	14,5	37,7	93,4
	DAX	23 958,3	-0,7	-1,2	-1,7	24,4	80,9
	VIX	19,13	0,1	2,6	-0,6	-1,8	-27,1
Surowce	Ropa Brent	65,1	0,1	-1,3	0,8	-11,0	-32,1
	Ropa WTI	61,8	0,6	-0,8	0,2	-11,5	-29,7
	Złoto	3979,0	-0,4	-3,5	2,5	45,0	142,4

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

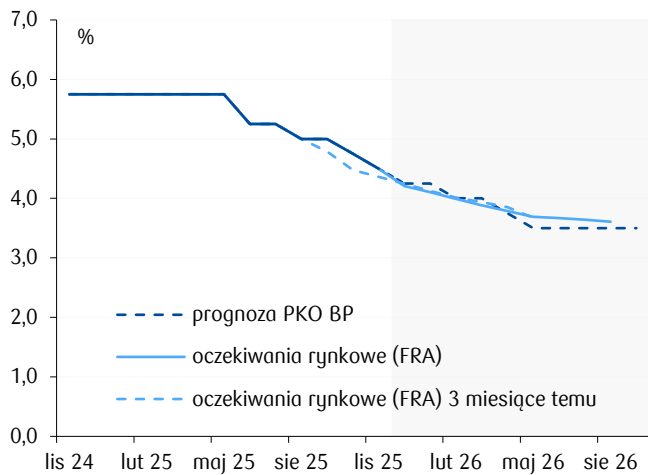
Notowania złotego wobec głównych walut



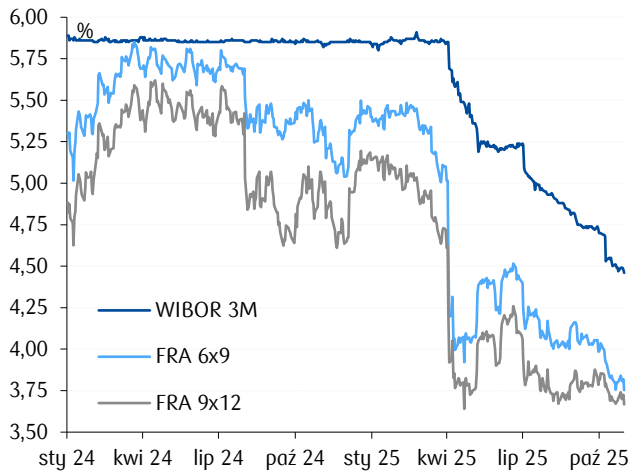
Rentowności polskich obligacji skarbowych



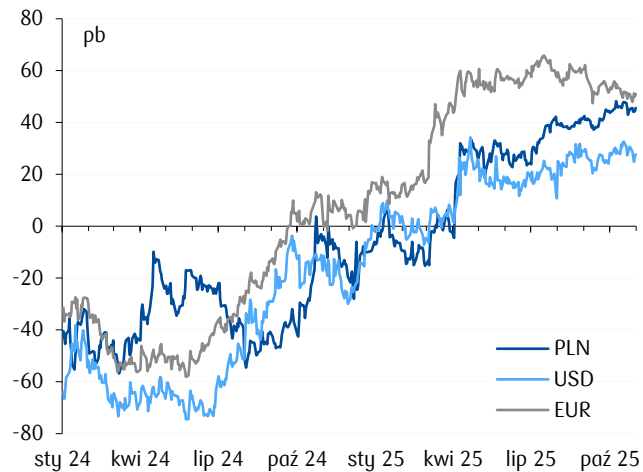
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



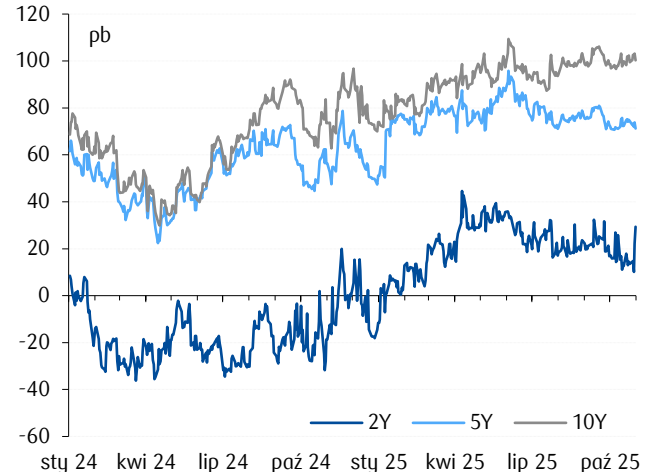
Krótkoterminowe stopy procentowe



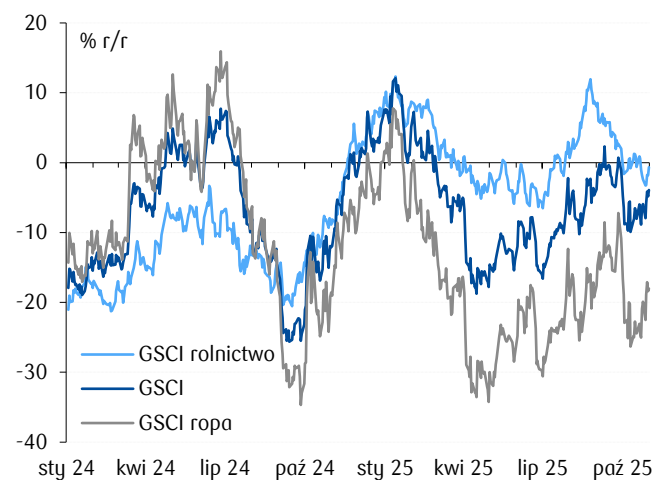
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



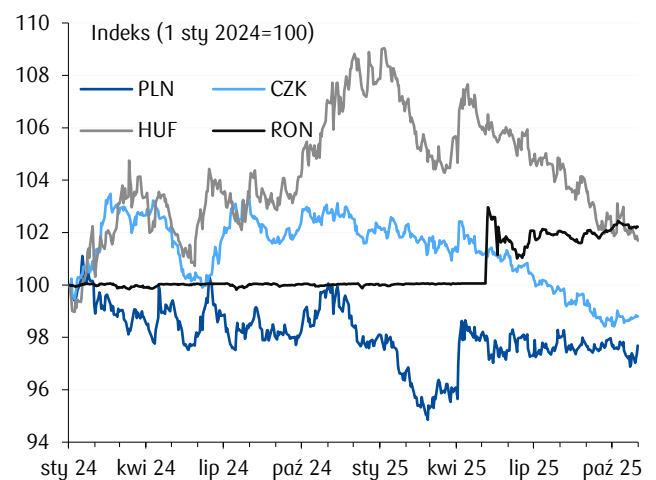
Spread asset swap dla PLN



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.

