



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

1 września 2025

Informacje na dziś

- **PL:** W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym spodziewamy się obniżki stóp procentowych o 25 pb. Niepewność prognozy zwiększa luźniejsza polityka fiskalna oraz prezydenckie weto wobec ustawy zamrażającej ceny energii w 4Q 2025. Tydzień rozpoczynamy od publikacji krajowego indeksu PMI dla przemysłu (godz. 09:00). Spodziewamy się wzrostu wskaźnika do 47,6 pkt z 45,9 pkt miesiąc wcześniej (konsensus: 46,9 pkt). Poprawę nastrojów wspierają wyższe wartości analogicznych indeksów w Europie oraz lepsze wskaźniki koniunktury GUS dla sektora przemysłowego. Choć PMI pozostaje poniżej granicy 50 pkt, twarde dane wskazują na stopniowe wychodzenie krajowego przemysłu ze stagnacji.
- **PL:** O godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny przedstawi dane o PKB w 2Q 2025 wraz z szczegółowymi danymi o jego strukturze. Przypomnijmy, że według wstępnego szacunku wzrost PKB wyniósł 3,4% r/r wobec 3,2% r/r kwartał wcześniej. Szacujemy, że głównym motorem wzrostu była konsumpcja gospodarstw domowych, która odbiła do 3,6% r/r z 2,5% r/r w 1Q. Wsparciem dla ożywienia konsumpcji były lepsze nastroje konsumenckie, nadal solidny wzrost płac w ujęciu realnym oraz niskie bezrobocie. W przeciwieństwie do popytu konsumpcyjnego, spowolnił prawdopodobnie wzrost nakładów inwestycyjnych (do 5,2% r/r z 6,3% r/r kwartał wcześniej).

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI spadła w sierpniu do 2,8% r/r z 3,1% r/r w lipcu, co jest wynikiem nieco niższym od oczekiwań. To najniższy odczyt inflacji od czerwca 2024 r. Głównym źródłem niespodzianki inflacyjnej jest, w naszej ocenie, nieco silniejszy spadek inflacji bazowej, która według naszego szacunku spadła do 3,0-3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu, osiągając tym samym poziom najniższy od początku 2020 r. Sierpniowy odczyt nie zmienia istotnie oczekiwań co do perspektyw inflacji w kolejnych miesiącach. Utrwała jednak oczekiwania na utrzymanie się inflacji w przedziale celu NBP przez dłuższy czas. Przestrzeń do dalszego spadku wskaźnika CPI w tym roku jest jednak w naszej ocenie ograniczona. Opublikowane dane stanowią wsparcie dla cięcia stóp procentowych w tym tygodniu i dostosowania ich do niższej ścieżki inflacji CPI oraz inflacji bazowej. Z tego też powodu podtrzymujemy nasze oczekiwania co do cięcia stóp procentowych w środę o 25 pkt. baz. Na taką możliwość wskazywały też komentarze części członków RPP. Utrzymuje się natomiast niepewność co do dalszych ruchów, ponieważ perspektywa utrzymania luźnej polityki fiskalnej w warunkach niskiego bezrobocia i przyspieszającego wzrostu gospodarczego skłaniają do ostrożności w prowadzeniu polityki pieniężnej.
- **US:** Inflacja PCE w USA w lipcu wyniosła 2,6% r/r, zgodnie z oczekiwaniami, podobnie jak miesiąc wcześniej. Bazowy wskaźnik wzrósł do 2,9% r/r z 2,8% r/r, najwyżej od pięciu miesięcy, ale również bez zaskoczeń. Dane potwierdzają utrzymującą się presję inflacyjną, związaną z wyższymi cenami importowymi, których wpływ może być bardziej widoczny w kolejnych miesiącach. Brak niespodzianek w danych wspiera scenariusz obniżki stóp procentowych przez Fed we wrześniu, szczególnie w kontekście ryzyk dla rynku pracy, na które wskazywał J. Powell podczas sympozjum w Jackson Hole.

Rynki na dziś

Piątkowa sesja za oceanem zakończyła się spadkami głównych indeksów, przy informacjach o nowym konkurencyjnym układzie scalonym z Chin. Złoty zaczyna dzień od stabilizacji w pobliżu piątkowego zamknięcia, a wsparciem jest poprawa w chińskim PMI i oczekiwana poprawa w krajowym i europejskich indeksach. Nie oczekujemy istotnych ruchów w kolejnych dniach tygodnia, a w centrum uwagi będzie decyzja RPP i dane o zatrudnieniu w USA, które będą ograniczać potencjał wzrostowy stóp rynkowych. Rynek wciąż wycenia nieco większy zakres obniżek stóp NBP w tym roku niż zakładamy. W kontekście sytuacji geopolitycznej W. Putin ocenił, że ustalenia z Trumpem otwierają drogę do rozwiązania kwestii Ukrainy. Z kolei w przypadku cel USA sąd apelacyjny w Waszyngtonie orzekł, że większość cel nałożonych przez D. Trumpa jest nielegalna. Sąd wstrzymał wykonanie decyzji do połowy października umożliwiając złożenie odwołania do Sądu Najwyższego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2655	0.0%
USD/PLN	3.6503	-0.1%
CHF/PLN	4.5606	0.1%
EUR/USD	1.1686	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.99	5
WIBOR 3M	4.82	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.32	4
5Y	4.88	1
10Y	5.52	3

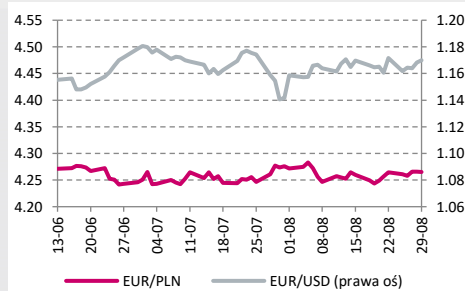
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.11	1
5Y	4.14	4
10Y	4.52	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.71	1
US 10Y	4.23	0

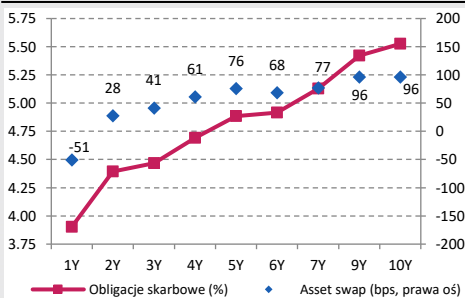
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	104775.5	-1.2
DAX	23902.2	-0.6
S&P 500	6460.3	-0.6

Źródło: LSEG Datastream
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

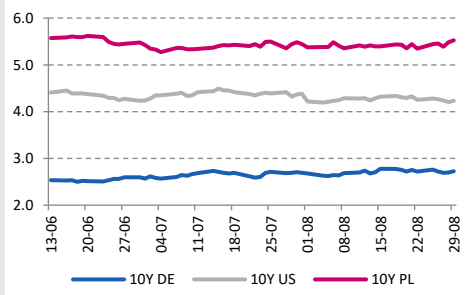
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



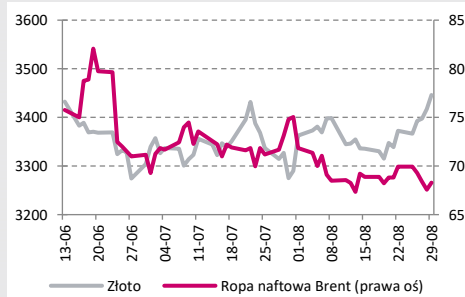
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Na koniec tygodnia na krajowej giełdzie notowano spadki indeksów. Kurs złotego pozostawał w przedziale 4,263-4,269. Po lekkim osłabieniu w pierwszej części dnia złoty odrabiał straty po południu. Zasadniczo piątkowa sesja nie była zbyt dobra dla walut gospodarek wschodzących, z których zdecydowana większość traciła na wartości. Na tym tle zachowanie złotego było względnie stabilne. Na rynku stopy procentowej stawki swap rosły o 2-3 pb, a rentowności obligacji rosły do 4 pb przy analogicznym wzroście rentowności na rynku niemieckim. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji była zbliżona do ok. 5,53%.

Rynki zagraniczne

Koniec tygodnia stał pod znakiem lekkiego spadku indeksów giełdowych w USA. Kurs EURUSD kontynuował wzrost do ok. 1,17 z ok. 1,167. Dane Chicago PMI były słabsze od oczekiwań (41,5 pkt wobec oczekiwanych 46 pkt) przy zgodnym z oczekiwaniami indeksie inflacyjnym PCE i utrzymaniu oczekiwań na obniżkę stóp na wrześniowym posiedzeniu. Mimo zawirowań politycznych we Francji i Holandii euro zyskiwało do większości walut przy nieco wyższym od prognoz odczycie inflacji dla strefy euro. Na bazowych rynkach długu przeważały wzrosty rentowności. Na rynku niemieckim rosły o 2-3 pb na całej krzywej. Krzywa amerykańska lekko się wystromiła przy spadku krótkoterminowych rentowności i wzroście długoterminowych. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wyniosła na koniec dnia 2,71%, a amerykańskiej ok. 4,28%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 29 sierpnia						
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Sierpień	3.1%	2.8%		2.9%
Poniedziałek 01 września						
Dzień wolny od pracy	USA	Sierpień				
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Sierpień	45.9		46.9	47.6
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q2	3.2%		3.4%	3.4%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Sierpień	49.8		50.5	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Lipiec	6.2%		6.2%	
Wtorek 02 września						
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Sierpień	2.0%		2.0%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.	EZ	Sierpień	2.3%		2.2%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Sierpień	48.0		49.0	
Środa 03 września						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Sierpień	5.00%		4.75%	4.75%
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Sierpień	51.0		50.7	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Lipiec	0.6%		0.1%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Lipiec	-9.5%		-2.8%	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Lipiec	7.437 mln			
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Wrzesień				
Czwartek 04 września						
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Sierpień	2.7%		2.5%	
14:15 Raport ADP	USA	Sierpień	104 tys.		65 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Wrzesień				
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Sierpień	50.1		51.0	
Piątek 05 września						
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Lipiec	-1.0%		0.5%	
11:00 PKB kw/kw s.a. fin.	EZ	Q2	0.1%			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Sierpień	73 tys.		70 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Sierpień	4.2%		4.3%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Sierpień	0.3%		0.3%	
Poniedziałek 08 września						
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-3.7			

Źródło: ISEG Workspace, Millennium Bank S.A., Parkiet.

Millennium
bank