



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

2 września 2025

Informacje na dziś

- PL:** Dziś rozpoczyna się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, pierwsze po wakacyjnej przerwie. Decyzja odnośnie parametrów polityki pieniężnej opublikowana będzie w środę w godzinach popołudniowych. W naszej ocenie RPP obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. Na taki scenariusz wskazuje także konsensus rynkowy. Za kolejnym w tym roku dostosowaniem stóp procentowych przemawia przede wszystkim spadek inflacji do przedziału celu NBP. Źródłem niepewności w ocenie przyszłych decyzji RPP jest perspektywa utrzymania luźnej polityki fiskalnej i wysoki deficyt sektora finansów publicznych. Konferencja prasowa prezesa NBP, na której prof. Głapiński przedstawi uzasadnienie decyzji RPP zaplanowana na czwartek na godz. 15.00.
- EZ:** Dziś opublikowane zostaną dane o inflacji w strefie euro za sierpień. Konsensus rynkowy wskazuje na stabilizację inflacji HICP na poziomie 2,0% r/r, tj. na poziomie celu ECB. W przypadku inflacji bazowej oczekuje się nieznacznego spadku do 2,2% r/r z 2,3% r/r w lipcu. Tylko istotne odchylenie od konsensusu wpłynie na rynkowe oczekiwania co do decyzji EBC w tym roku, które obecnie zakładają brak zmian stóp w strefie euro do końca tego roku.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Według wstępnego szacunku GUS dynamika PKB w Polsce wyniosła w 2 kw. br. 3,4% r/r wobec wzrostu o 3,2% r/r kwartał wcześniej, co jest zgodne z szybkim szacunkiem opublikowanym w połowie sierpnia. Głównym motorem gospodarki była, zgodnie z oczekiwaniami, konsumpcja prywatna, której wkład do rocznej dynamiki PKB wyniósł 2,6 pkt. proc., podobnie jak rok wcześniej. Rozczarowały natomiast inwestycje w środki trwałe, które spadły o 1,0% r/r. Spowolnienie wzrostu inwestycji było spodziewane, jednak ich ujemna dynamika stanowi negatywną niespodziankę. Oczekiwania na II połowę roku pozostają umiarkowanie optymistyczne. W całym bieżącym roku spodziewamy się dynamiki PKB na poziomie 3,4% wobec 2,9% w 2024 r. Wzrost będzie napędzany - podobnie jak w 2Q - głównie przez konsumpcję gospodarstw domowych, wspieraną przez rosnące realnie wynagrodzenia oraz wcześniej zgromadzone oszczędności. Dodatni wpływ na PKB powinny mieć również inwestycje w środki trwałe, w tym współfinansowane ze środków unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz polityki spójności UE. Ożywienie inwestycji opóźnia się jednak, a jego kulminacja będzie prawdopodobnie widoczna dopiero w 2026 r. Opublikowane dane nie wpływają na nasze oczekiwania dotyczące decyzji Rady Polityki Pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu. Mocna dynamika konsumpcji indywidualnej, w połączeniu z wysokim deficytem fiskalnym oraz niskim bezrobociem przemawiają natomiast za ostrożnym dozowaniem cięć stóp procentowych w kolejnych kwartałach.
- PL:** Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wyniósł w sierpniu 46,6 pkt. wobec 45,9 pkt. miesiąc wcześniej. To wynik nieco słabszy niż nasz szacunek. Nastroje w przemyśle poprawiają się, choć indeks pozostaje poniżej neutralnego poziomu 50 pkt., sugerując kurczenie się aktywności w sektorze. Przedsiębiorcy wskazują na utrzymujący się spadek zamówień, także eksportowych oraz produkcji. Potwierdza to, iż rachityczne ożywienie w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski wpływa na powolną odbudowę aktywności w polskim przemyśle. Należy jednak wskazać na kolejną poprawę oczekiwań co do produkcji w perspektywie kolejnych 12 miesięcy. Wpisuje się to w scenariusz stopniowej odbudowy koniunktury w przemyśle i w ślad za tym nieznacznym przyspieszeniem dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Rynki na dziś

Po dosyć udanej sesji w Europie rynek amerykański był wczoraj nieczynny. Lekka poprawa przemysłowego indeksu ISM dla USA i spadek inflacji bazowej dla strefy euro mogą lekko wspierać dolara. Zmienność pary EURPLN zapewne pozostanie ograniczona. Europejskie rynki długu mogą być pod niewielką presją w związku aukcjami w Niemczech i Włoszech. Rentowności na krajowym rynku mogą się lekko obniżyć w oczekiwaniu na obniżkę stóp NBP. Oczekiwania na obniżki stóp w USA przyczyniły się do rekordów cen złota. D. Trump powiedział, że Indie zaproponowały obniżenie cel do zera, a jego komentarze wskazują na otwarte drzwi do negocjacji. Dziś na rynek wracają inwestorzy z USA.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2588	-0.2%
USD/PLN	3.6375	-0.4%
CHF/PLN	4.5415	-0.4%
EUR/USD	1.1711	0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.91	-8
WIBOR 3M	4.82	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.31	-1
5Y	4.90	3
10Y	5.50	-2

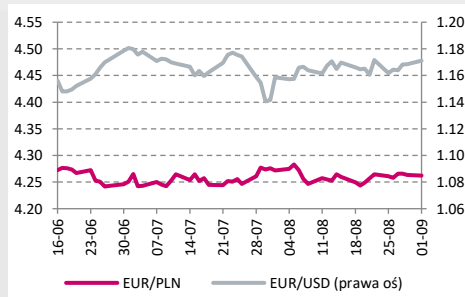
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.12	2
5Y	4.15	4
10Y	4.53	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.74	3
US 10Y	4.23	0

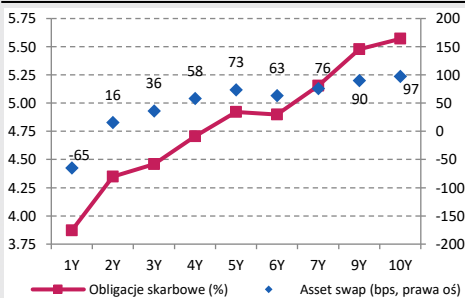
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	103939.7	-0.8
DAX	24037.3	0.6
S&P 500	6460.3	-0.6

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

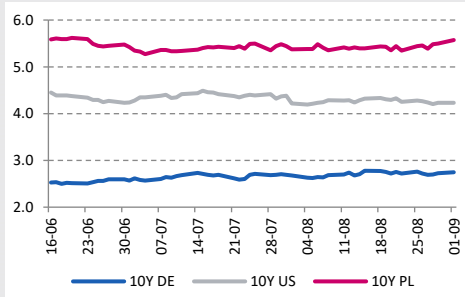
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



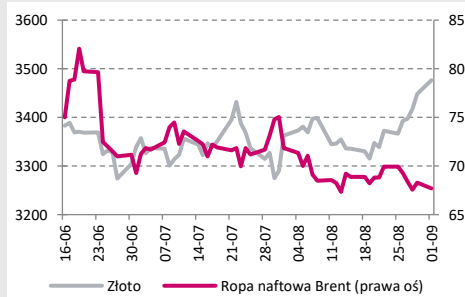
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Na warszawskim parkiecie wszystkie główne indeksy spadały. Wczorajsza sesja na rynku walutowym była równi senna jak w poprzednich tygodniach. Kurs EURPLN zniżkował w pierwszej części dnia do ok. 4,253 z ok. 4,263, po czym odbił w górę do ok. 4,26. Takie zmiany kursu złotego do euro szły w parze z lekkim umocnieniem a potem osłabieniem euro do dolara. Lekki wzrost krajowego PMI pozostał bez wpływu na krajowy rynek. Na rynku stopy procentowej notowano niewielkie zmiany. Marginalne ruchy zanotowano na rynku swap, a rynek długu odrabiał część strat z piątku, kiedy to by pod wpływem informacji na temat przyszłorocznego budżetu i wysokich potrzeb pożyczkowych. Znaczny przyrost potrzeb pożyczkowych to efekt pożyczek w ramach programu KPO, które będą też finansowane ze środków unijnych. Tymczasem emisja netto krajowych i zagranicznych SPW będzie mniejsza w ujęciu netto niż w tym roku. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji była zbliżona do ok. 5,53%.

Rynki zagraniczne

Na giełdach europejskich przeważały lekkie wzrosty. Kurs EURUSD lekko rósł w trakcie dnia do ok. 1,173 z ok. 1,17, po czym ponownie powrócił do poziomów z otwarcia przy niewielkiej liczbie publikacji globalnej gospodarki. Trochę słabszym danym PMI dla przemysłu z Niemiec za sierpień towarzyszyły trochę lepsze dla strefy euro, a uczestnicy rynku sięgają wzrokiem po oczekiwany słaby odczyt danych amerykańskiego rynku pracy, które będą publikowane pod koniec tygodnia. Na rynku amerykańskim uczestnicy rynku mieli dzień wolny. Na bazowych rynkach długu doszło do lekkiego osłabienia w przypadku całej krzywej niemieckiej, ale też francuskiej, a rentowności rosły po 2-4 pb. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wyniosła na koniec dnia 2,71%, a francuskich ok. 3,54% (wobec 3,41% przed tygodniem i 3,1% na koniec ubiegłego roku).

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