



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

15 września 2025

Informacje na dziś

- Rozpoczyna się tydzień bogaty w dane i wydarzenia. Najważniejszym punktem tygodnia będzie środowa decyzja Fed ws. stóp procentowych, które, w naszej ocenie oraz wg konsensusu rynkowego, zostaną ścięte o 25 pkt baz. w reakcji na spowolnienie na rynku pracy. Poznamy też nowe prognozy makroekonomiczne w tym oczekiwania bankierów centralnych co do stóp proc. (tzw. dot-plot). Poza Fed decyzje odnośnie do parametrów polityki pieniężnej podejmie Bank Anglii oraz Bank Japonii. W tym tygodniu poznamy także szereg nowych danych krajowych. Spodziewamy się, że dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej potwierdzą stabilny wzrost gospodarczy w 3Q, a dane z rynku pracy pokażą nadal podwyższoną, choć obniżającą się, dynamikę płac. Tydzień zamknie decyzja agencji Moody's o ratingu polskiego długu.
- PL:** Dziś o godzinie 10:00 poznamy finalny odczyt inflacji CPI w Polsce w sierpniu. Wstępny odczyt pokazał spadek do 2,8% r/r z 3,1% r/r w lipcu. Szczególnie ciekawe będą dane o dynamice cen usług, która nadal pozostaje podwyższona.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Saldo obrotów bieżących Polski w lipcu wyniosło -1335 mln EUR, wobec nadwyżki +651 mln EUR w czerwcu, co zaskoczyło negatywnie. Głównym źródłem deficytu był rachunek obrotów towarowych (-1265 mln EUR), wynikający z wzrostu eksportu o 2,7% r/r i odbicia importu do 3,0% r/r. Eksport wspierał reeksport odzieży, obuwia i zabawek oraz popyt w motoryzacji, natomiast słabo wypadł eksport dóbr trwałych i zaopatrzeniowych. Import zwiększył się m.in. przez sprowadzanie aut z Chin i towarów do reeksportu. Dane o eksporcie towarów są nadal dość słabe, aczkolwiek odzwierciedlają poprawiający się powoli popyt zagraniczny. Towarzyszy temu jednak także rosnący popyt wewnętrzny, który napędził import. Dane sugerują, że eksport netto może silniej obniżyć dynamikę PKB w 3Q 2025 niż w 2Q (wtedy -0,4 pkt proc.). Roczne saldo rachunku bieżącego wyniosło -1,0% PKB, co przy wysokim deficycie budżetowym nie jest złym wynikiem. Deficyt C/A nie powinien wywierać presji na złotego dzięki utrzymującemu się napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych.
- US:** Indeks Uniwersytetu Michigan, informujący o nastrojach wśród amerykańskich konsumentów, wyniósł we wrześniu 55,4 pkt wg wstępnego odczytu. Jest to wynik niższy niż przed miesiącem (58,2 pkt), a także gorszy od konsensusu. Indeks nastrojów konsumenckich w USA spada już trzeci miesiąc z rzędu, co może mieć związek ze spowolnieniem na rynku pracy. Oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają podwyższone - w horyzoncie roku wynoszą 4,8% r/r, czyli tyle co przed miesiącem.
- PL:** Sejm przyjął ustawę m.in. o zamrożeniu w 4Q 2025 cen prądu dla gosp. domowych.
- CN:** Wzrost produkcji przemysłowej w Chinach spowolnił w sierpniu do 5,2% r/r z 5,7% r/r w lipcu, a sprzedaży detalicznej do 3,4% r/r z 3,7% r/r, co było poniżej oczekiwań. Jednocześnie inwestycje w okresie styczeń-sierpień 2025 r. były tylko o 0,5% wyższe niż w analogicznym okresie ub. roku, do czego przyczynia się słabość rynku nieruchomości. Dane wskazują, że zarówno popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny słabną, a druga połowa roku w tej gospodarce nie będzie tak dobra jak pierwsze półrocze.

Rynki na dziś

Piątkowa sesja za oceanem zakończyła się niewielkim spadkiem, choć przy nowym rekordzie Nasdaq, a uczestnicy rynku skupiali się już na oczekiwaniu na redukcję stóp procentowych przez Fed. Decyzję w sprawie stóp podejmą też Bank Japonii i Bank Anglii. D. Trump zadeklarował, że jest gotów nałożyć silne sankcje na Rosję pod warunkiem, że wszystkie kraje Sojuszu przestaną kupować rosyjską ropę i zasugerował wspólne cła 50-100% na Chiny do czasu zakończenia konfliktu na Ukrainie. W sobotę premier odwołał stan zagrożenia ze strony rosyjskich dronów operujących nad Ukrainą w pobliżu polskiej granicy. Po słabszych danych o aktywności z Chin widzimy niewielki potencjał do nieco słabszego zachowania złotego, ale zasadniczo uważamy, że co najmniej do decyzji Fed złoty pozostanie stabilny. Dzisiejsze dane o CPI niekoniecznie zatrzęsą rynkiem stopy, a sesja zaczyna się umocnieniem długu niemieckiego i osłabieniem amerykańskiego. Rynek będzie też czekał piątkową decyzję Moody's w sprawie ratingu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2562	-0.1%
USD/PLN	3.6288	-0.1%
CHF/PLN	4.5550	0.0%
EUR/USD	1.1725	-0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.81	0
WIBOR 3M	4.73	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.26	1
5Y	4.87	2
10Y	5.46	2

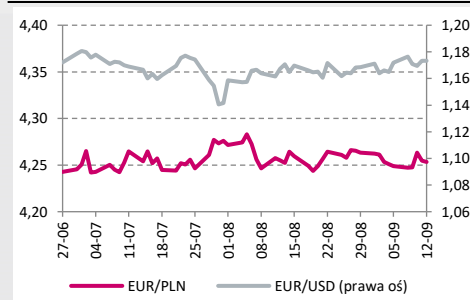
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.07	2
5Y	4.09	4
10Y	4.44	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.71	6
US 10Y	4.06	6

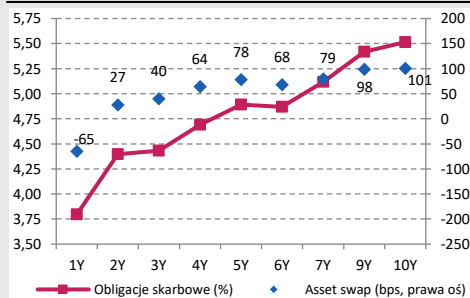
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106413.2	-0.6
DAX	23698.2	0.0
S&P 500	6584.3	0.0

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

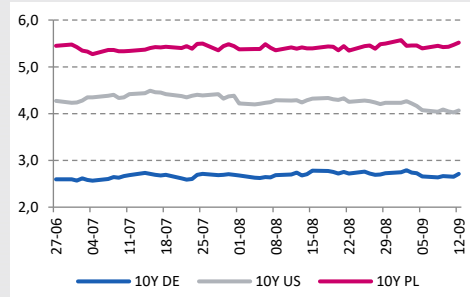
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



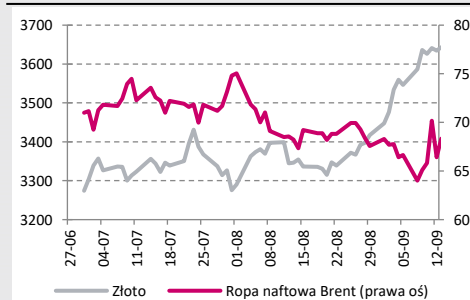
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Mimo stabilizacji na europejskich parkietach krajowe indeksy giełdowe zakończyły dzień na minusie. Kurs złotego pozostawał ponownie wyjątkowo stabilny. Kurs EURPLN oscylował w przedziale 4,249-4,259. Niewielka zmienność kursu EURPLN była notowana przy względnie stabilnym kursie EURUSD i mimo wyższego od prognoz deficytu w obrotach bieżących. Na rynku stopy procentowej notowano marginalne zmiany, po lekkim spadku w pierwszej części dnia nastąpił powrót do poziomów otwarcia. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji była zbliżona do ok. 5,45%. W ramach nadzwyczajnego spotkania Rady Bezpieczeństwa ONZ w sprawie Polski we wspólnym oświadczeniu kilkadziesiąt państw wyraziło zaniepokojenie z powodu wtargnięcia rosyjskich dronów w przestrzeń powietrzną Polski. Ministerstwo Finansów poinformowało, że spośród 5 kandydatów spełniających wymogi formalne minister finansów i gospodarki wskazał Sławomira Dudka oraz Dorotę Poznańską jako kandydatów na przewodniczącego Rady Fiskalnej. Kandydatury zostały przekazane do Sejmu, który za zgodą Senatu powoła przewodniczącego, a Rada Fiskalna ma rozpocząć działalność z początkiem 2026 r.

Rynki zagraniczne

W piątek główne indeksy akcyjne notowały niewielkie zmiany kończąc cały tydzień na lekkim plusie. Kurs EURUSD oscylował w przedziale 1,17-1,174, a na koniec dnia był zbliżony do poziomów z otwarcia. Prezes Banku Francji F. Villeroy de Galhau zasugerował, że nie można wykluczyć kolejnej obniżki kosztu pieniądza w eurolandzie. M. Kazaks z Łotwy i G. Simkus z Litwy wskazali, że wszystkie opcje powinny pozostać na stole. C. Patsalides z Cypru powiedział agencji Bloomberg, że obecnie nie ma potrzeby dalszego łagodzenia warunków polityki pieniężnej. Na bazowych rynkach długu przeważały lekkie wzrosty rentowności. W Niemczech wzrost na krótkim końcu nastąpił na otwarciu a potem rentowności się stabilizowały, a na dłuższym końcu rentowności wzrosły o kilka punktów bazowych. W USA rentowności rosły przez większą część sesji mimo słabszego od prognoz odczytu indeksu Michigan. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosła do ok. 4,06%, a niemieckich do ok. 2,70%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 12 września						
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Lipiec	651 mln	-1335 mln	-352 mln	-725 mln
Poniedziałek 15 września						
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Sierpień	5.7%	5.2%	5.7%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Sierpień	3.7%	3.4%	3.9%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Sierpień	3.1%		2.8%	
Wtorek 16 września						
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Wrzesień	34.7		25.0	
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q2	3.4%			
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Sierpień	3.3%			
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Sierpień	0.5%		0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Sierpień	-0.1%		0.0%	
Środa 17 września						
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Wrzesień				
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Sierpień	2.0%		2.1%	
11:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Wrzesień				
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Wrzesień	4.25-4.50%		4.00-4.25%	4.00-4.25%
20:30 Konferencja prezesa Fed J.Powella	USA	Wrzesień				
Czwartek 18 września						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Sierpień	2.9%		1.0%	0.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Sierpień	-1.2%		-1.0%	-0.9%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Sierpień	7.6%		8.0%	7.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Sierpień	-0.9%		-0.8%	-0.8%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Sierpień	0.6%		0.5%	1.1%
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Wrzesień	4.00%		4.00%	
Piątek 19 września						
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Wrzesień	0.50%		0.50%	
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska					
Poniedziałek 22 września						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	4.8%		3.6%	3.0%

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