



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

16 września 2025

Informacje na dziś

- GE:** Dziś o 11:00 opublikowany zostanie wrześniowy indeks instytutu ZEW, informujący o oczekiwaniach analityków i ekspertów odnośnie do kondycji niemieckiej gospodarki. Konsensus rynkowy wskazuje na spadek do 25,0 pkt z 34,7 pkt w sierpniu. W poprzednim miesiącu wartość indeksu pogorszyła się w związku z negatywnym odbiorem przez ankietowanych umowy handlowej UE-USA, wrześniowy odczyt dostarczy zaś informacji na ile pogorszenie sentymentu jest trwałe.
- PL:** O godzinie 14:00 opublikowany zostanie odczyt inflacji bazowej w sierpniu. Według naszych szacunków (na podstawie szczegółów inflacji CPI) inflacja bazowa mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 3,1-3,2% r/r z 3,3% r/r w lipcu, osiągając tym samym poziom najniższy od początku 2020 r., tj. od wybuchu pandemii Covid-19.
- US:** O 14:30 poznamy odczyt sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych w sierpniu. Według konsensusu prognoz wzrosła ona o 0,3% m/m. Realizacja prognozy będzie świadczyć o słabnięciu konsumpcji pod wpływem spowolnienia na rynku płacy i gorszych nastrojów, chociaż w ostatnich miesiącach popyt gospodarstw domowych wykazuje się dość dużą odpornością. O 15:15 opublikowana zostanie z kolei produkcja przemysłowa, która wg konsensusu prognoz nie zmieniła się w sierpniu (wzrost 0,0% m/m). Na podstawie dostępnych już danych oraz prognoz wydaje się, że wzrost gospodarczy w USA w 3Q 2025 może nie być tak silny jak przed kwartałem, co może stanowić dla Fed dodatkowy argument za cięciem stóp procentowych (rynek jest wysoce przekonany, że na śródowym posiedzeniu dojdzie do cięcia o 25 pkt baz.).

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Deficyt budżetu państwa po sierpniu wyniósł 172 mld PLN, co stanowi 59,6% planu na cały rok. Jest to rezultat dochodów na poziomie 362,8 mld PLN (57,4% założeń) oraz wydatków sięgających 534,8 mld PLN (58,0%). W ujęciu skumulowanym za ostatnie dwa miesiące - od września 2024 do sierpnia 2025 - deficyt budżetowy wyniósł 294,4 mld PLN, czyli więcej niż przewidziano w ustawie budżetowej (288,8 mld PLN). Dane te wskazują na rosnące ryzyko przekroczenia planowanego poziomu deficytu. Sytuacja finansów publicznych oraz założenia budżetowe na 2026 rok były jedną z przesłanek decyzji agencji Fitch o obniżeniu perspektywy ratingu Polski. Podobnej decyzji nie można wykluczyć ze strony agencji Moody's, której przegląd zaplanowano na najbliższy piątek.
- PL:** Według finalnych danych inflacja konsumencka mierzona indeksem CPI wyniosła w sierpniu 2,9% r/r wobec 3,1% r/r w lipcu. Jest to odczyt nieco wyższy niż szybki szacunek GUS sprzed dwóch tygodni i zgodny z naszą pierwotną prognozą na sierpień. Niższa inflacja wynikała w dużej mierze z pogłębienia spadku cen paliw oraz wyhamowania inflacji bazowej, która według naszych szacunków wyniosła 3,1-3,2% r/r. Obniżyła się dynamika cen usług (6,0% r/r w sierpniu wobec 6,2% r/r w lipcu), choć jej miesięczna dynamika (0,7% m/m) utrzymuje się powyżej średniej długoterminowej. Według naszej prognozy, inflacja CPI powróciła do celu banku centralnego na dłuższy czas, jednak przestrzeń do jej dalszego spadku w kolejnych miesiącach jest ograniczona. Opublikowane dane nie wpływają na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce. W naszej ocenie Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na jeszcze jedno cięcie o 25 pkt baz. w tym roku, najpewniej na posiedzeniu w listopadzie.

Rynki na dziś

Wczorajsza sesja zakończyła się wzrostami po komentarzach D. Trumpa o tym, że rozmowy handlowe USA-Chiny przebiegają pomyślnie przy rekordach głównych indeksów, którym towarzyszyły także rekordowe poziomy ceny złota. W Azji również przeważały wzrosty i początek dzisiejszej sesji może być dość optymistyczny. Kurs EURPLN otwiera się w pobliżu 4,246 przy lekko rosnącym EURUSD. W przypadku dalszego umocnienia tak jak wcześniej sygnalizowaliśmy nie oczekujemy pokonania istotnych poziomów wsparcia. Natomiast słabszy ZEW może ograniczać pole do umocnienia, a może też umacniać bazowe i krajowy rynek długu. Rynki czekają na jutrzejsze posiedzenie Fed, aukcję zamiany, a w dalszej perspektywie dosyć istotną może być ocena Moody's.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2485	-0.2%
USD/PLN	3.6143	-0.4%
CHF/PLN	4.5449	-0.2%
EUR/USD	1.1755	0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.82	1
WIBOR 3M	4.74	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.26	-1
5Y	4.88	0
10Y	5.46	1

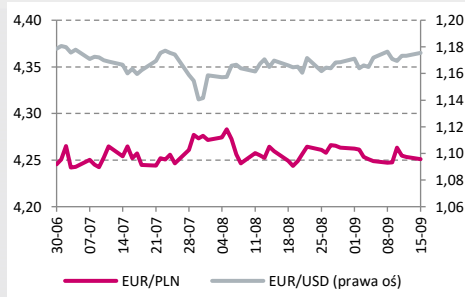
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.06	-1
5Y	4.09	1
10Y	4.44	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.70	-1
US 10Y	4.04	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	107484.1	1.0
DAX	23748.9	0.2
S&P 500	6615.3	0.5

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

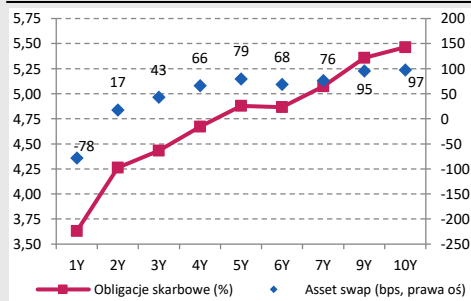
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



Rynek krajowy

Wczorajsza sesja przebiegała pod znakiem lekkich wzrostów indeksów akcyjnych w kraju. Złoty nieznacznie zyskiwał na wartości wobec euro do ok. 4,245 z ok. 4,255, przy kontynuacji umocnienia euro do dolara. Według najnowszych danych resortu finansów stan środków walutowych na koniec sierpnia wzrósł do 13,1 mld EUR z 12,5 mld EUR. Duża pula środków walutowych pochodzących głównie z programów unijnych może być w każdej chwili w większym stopniu wymieniona na rynku zamiast w NBP, co będzie hamowało osłabienie złotego w przypadku szoków zewnętrznych. Wczoraj premier zapowiadał repolonizację polskich zamówień publicznych, a do końca roku ma być opracowana polityka zakupowa państwa. Według danych przytoczonych przez premiera wartość zamówień publicznych z 2024 r. to ok. 580 mld zł, a efekt zmian może być potencjalnie korzystny dla złotego. Na rynku stopy procentowej było bardzo spokojnie, a stawki rynkowe niemal się nie zmieniły przy niewielkim wpływie danych inflacyjnych. Ministerstwo Finansów poinformowało, że na przetargu zamiany 17 września sprzeda papiery serii OK0128, PS0730, WZ0930, DS1030 i DS1035, a odkupi serii OK1025, WZ0126, OK0426, DS0726. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji była zbliżona do ok. 5,48%.

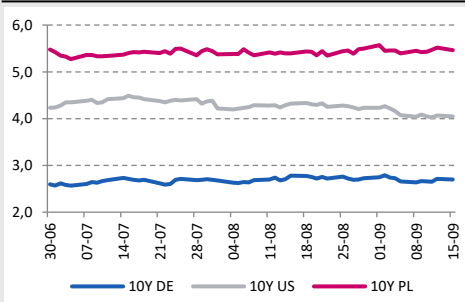
Krajowy rynek stopy procentowej



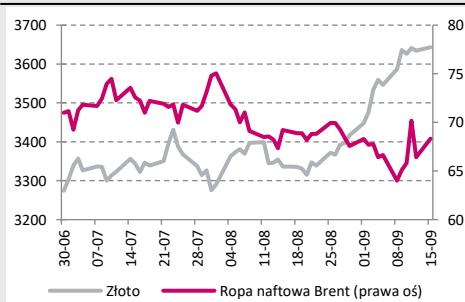
Rynki zagraniczne

Ruch wzrostowy kursu EURUSD był kontynuowany w kierunku 1,177 z ok. 1,173. Dolar tracił na wartości w oczekiwaniu na decyzję Fed o obniżce stóp procentowych oraz w reakcja na słabsze dane z USA. Rozczarował indeks Empire State obrazujący aktywność w regionie Nowy Jork. Indeks Empire Manufacturing obniżył się we wrześniu do -8,7 pkt z +11,9 pkt wobec oczekiwanych 4,3 pkt. Obniżka ratingu Francji o 1 stopień do A+ pozostała bez większego wpływu na notowania wspólnej europejskiej waluty. Za to negatywnie na dolara mogły oddziaływać sugestie D. Trumpa o tym, że Fed powinien zdecydować się na dużą obniżkę stóp. Euro wsparły dane wskazujące na poprawę bilansu obrotów bieżących. W tle toczyły się rozmowy handlowe USA-Chiny. Prezydent USA D. Trump poinformował w poniedziałek, że rozmowy handlowe z Chinami prowadzone w Europie zaowocowały porozumieniem w sprawie przejęcia TikToka i zapowiedział piątkowe rozmowy z przewodniczącym Chińskiej Republiki Ludowej Xi Jinpingiem. W weekend Chiny wszczęły dwa dochodzenia wymierzone w amerykański przemysł półprzewodników, w tym dochodzenie antydumpingowe dotyczące niektórych analogowych układów scalonych, a także dochodzenie antydyskryminacyjne w sprawie działań USA skierowanych przeciwko chińskiemu sektorowi układów scalonych. Rozmowy USA- Chiny sprzyjały wzrostom notowań indeksów akcyjnych w Europie, podobnie jak kontraktom na amerykańskie indeksy. Na bazowych rynkach długu przeważały spadki wraz z pozycjonowanie na decyzję Fed. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich obniżyła się o 3-4 pb do 4,03%, a niemieckich o ok. 1-2 pb do ok. 2,69%.

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



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%	2.9%	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%		-0.9%	-1.0%
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.