



# 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

29 września 2025

## Informacje na dziś

- W tym tygodniu spośród danych krajowych poznamy wstępną inflację w Polsce we wrześniu (wtorek). Oczekujemy jej niewielkiego wzrostu - do 3,0% r/r z 2,9% r/r w sierpniu. Choć zmiana jest niewielka, może mieć znaczenie dla październikowej decyzji Rady Polityki Pieniężnej. W środę opublikowany zostanie natomiast wrześniowy odczyt PMI dla polskiego przemysłu, przy czym spodziewamy się, że nadal pozostaje on znacząco poniżej (46,9 pkt) neutralnego prognozy 50 pkt. Na rynkach globalnych ubiegły tydzień przyniósł solidne dane z USA. Wpisywały się one w ostrożną retorykę J.Powella, który mówił o „obustronnym ryzyku” dla inflacji i zatrudnienia, wskazując w kontekście kolejnych decyzji o stopach procentowych, że nie ma obecnie strategii wolnej od ryzyka. Fed we wrześniu obniżył stopy procentowe o 25 pb do przedziału 4,00-4,25%, a rynek wycenia jeszcze w tym roku obniżki o 40 pkt baz, a więc o 1-2 obniżki. Te oczekiwania będą weryfikowane w tym tygodniu przez dane z rynku pracy. Stabszy odczyt może wzmocnić oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej, natomiast zaskakująco dobre dane mogłyby ograniczyć przestrzeń do kolejnych cięć stóp.

## Wydarzenia i komentarze

- US:** Inflacja PCE (deflator konsumpcji prywatnej), preferowana przez Fed miara zmian cen konsumenta wzrosła w sierpniu do 2,7% r/r z 2,6% r/r miesiąc wcześniej. Bazowy wskaźnik PCE ustabilizował się natomiast na 2,9% r/r. W ujęciu m/m oba indeksy wyniosły 0,3% m/m. Dane te okazały się zgodne z oczekiwaniami i wskazują, że inflacja wciąż przewyższa cel Fedu (2%). Dane te raczej nie budzą obaw o narastanie presji inflacyjnej w USA, tym bardziej, że inflacja cen towarów wyniosła tylko 0,1% m/m. Poznaliśmy także dane o wydatkach Amerykanów. Licząc w cenach stałych wzrosły one o 0,4% m/m, podobnie jak miesiąc wcześniej, pokazując kontynuację solidnego popytu w USA w 3Q 2025, pomimo podwyższonej inflacji. Dane te potwierdzają wnioski, które znaleźliśmy już na podstawie wcześniejszych danych (inflacja CPI, PPI czy sprzedaż detaliczna), nie wpływają więc na oczekiwania co do przyszłych decyzji Fed. Publikacje potencjalnie zmieniające wycenę ścieżki stóp proc. w USA poznamy w przyszłym tygodniu, zwłaszcza piątkowy raport z rynku pracy (non-farm payrolls).
- PL:** Prezydent podpisał ustawę zamrażającą na 4Q 2025 ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych na dotychczasowym poziomie 500 PLN za MWh netto. Naszym zdaniem, będzie to bardzo istotny argument dla członków Rady Polityki Pieniężnej, którzy optowaliby za obniżką stóp proc. NBP na posiedzeniu 7-8 października br.
- PL:** Poznaliśmy „Założenia polityki pieniężnej” na przyszły rok. Zostają one takie same jak obowiązujące w ostatnich latach. Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuować realizację strategii średniookresowego celu inflacyjnego, utrzymując jego poziom na 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń +/-1 pkt proc. Polityka pieniężna będzie prowadzona w warunkach płynnego kursu walutowego, z możliwością interwencji. Instrumentarium także pozostaje bez zmian. W 2026 r. podstawowym narzędziem będą stopy procentowe, a celem operacyjnym będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej. NBP dopuszcza stosowanie operacji dostrajających i strukturalnych, a także operacji depozytowo-kredytowych, w tym kredytu lombardowego i depozytu overnight, które mają stabilizować warunki płynnościowe.

## Rynki na dziś

Ten tydzień obfituje w liczne istotne dane makro. Inwestorzy będą oczekiwali na miesięczny raport z amerykańskiego rynku pracy, który zdeterminuje oczekiwania co do decyzji Fed w najbliższych miesiącach. Wcześniej będą publikowane dane z kraju, w szczególności inflacja CPI i indeks PMI w polskim przemyśle we wrześniu, które mogą przesądzić o tym, czy Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe w październiku, czy w listopadzie. Dziś kalendarium danych nie zawiera istotnych publikacji, co potencjalnie sprzyja stabilizacji, choć źródłem zmienności i czynnikiem ostabiającym dolara może być wizja zwieszenia prac administracji USA (government shutdown), jeśli nie dojdzie do porozumienia w kwestii budżetu. Z tego też powodu dolar traci dziś na otwarciu względem euro (obecnie notowany jest na 1,1725), co może przełożyć się na nieznaczne umocnienie złotego w trakcie dzisiejszej sesji i odrobienie strat z minionego tygodnia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2705	0.1%
USD/PLN	3.6533	0.0%
CHF/PLN	4.5768	0.2%
EUR/USD	1.1690	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.82	0
WIBOR 3M	4.72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.30	1
5Y	4.88	-2
10Y	5.52	2

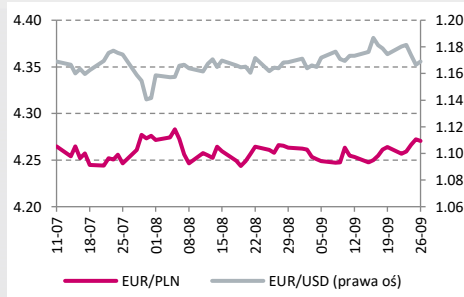
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.13	3
5Y	4.21	4
10Y	4.58	5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.74	-2
US 10Y	4.17	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106570.6	1.0
DAX	23739.5	0.9
S&P 500	6643.7	0.6

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

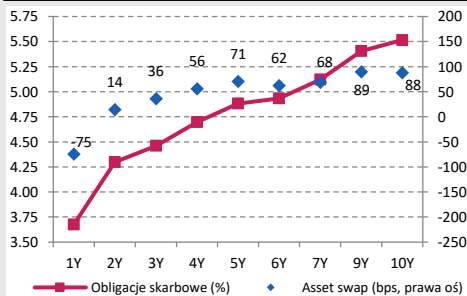
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Ostatnia sesja minionego tygodnia nie przyniosła istotnych zmian na krajowym rynku finansowym. Kurs EUR/PLN oscylował wokół poziomu 4,27, a zakres wahań w ciągu dnia nie przekroczył jednego grosza. Bardziej stabilny niż w dniach poprzednich były także notowania kursu USD/PLN, czemu pomógł spadek zmienności notowań eurodolara. Ze względu na brak danych z krajowej gospodarki głównym wyznacznikiem notowań były nastroje na rynkach globalnych. Na koniec piątkowej sesji kurs USD/PLN notowany był na poziomie 3,6533, podobnie jak na zamknięciu w czwartek. W porównaniu z początkiem minionego tygodnia oznacza to wzrost o ok. 2,5 grosza i względem dolara złoty był w ubiegłym tygodniu drugą najbardziej słabnącą walutą spośród walut naszego regionu. Niewielkim wahaniom podlegały także notowania na krajowym rynku długu, czemu również pomogła niewielka zmienność na bazowych rynkach obligacji. W dalszym ciągu rentowności znajdują się pod presją na wyżki, czemu towarzyszy rewizja rynkowych oczekiwań co do skali cięć stóp procentowych w USA. Pod koniec dnia rentowność polskiej 10-latki notowana była na poziomie 5,52%, tj. 2 pkt. baz. wyżej niż dzień wcześniej. Rentowność 2-latki natomiast wzrosła o 1 pkt. baz. do 4,30%.

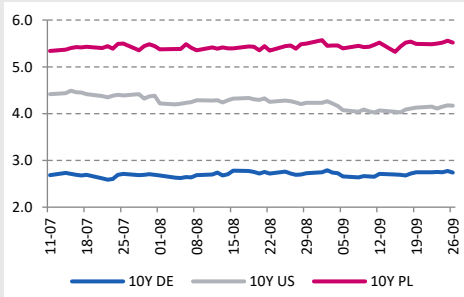
## Krajowy rynek stopy procentowej



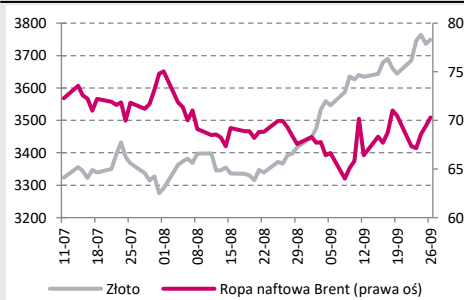
## Rynki zagraniczne

Po dotarciu w okolice 1,1650 notowania eurodolara ustabilizowały się. Przez większą część sesji kurs EUR/USD pozostawał w wąskim paśmie wahań, poruszając się w przedziale 1,1650-1,1700. Pod koniec dnia zbliżył się do górnej granicy wskazanego przedziału i dzień zamknął na poziomie 1,1690. Inwestorzy w niewielkim stopniu zareagowali na publikowane w piątek dane z USA, w tym inflacja PCE oraz wydatki Amerykanów, które okazały się zgodne z oczekiwaniami. Z tego też powodu niewielkim zmianom podlegały notowania obligacji. Opublikowane dane z USA nie zmieniły bowiem rynkowych oczekiwań co do najbliższych decyzji Fed. Pod koniec dnia rentowność amerykańskiej 10latki wynosiła 4,17%, tyle co dzień wcześniej, a rentowność Bunda obniżyła się o 2 pkt. baz. do 2,74%.

## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 26 września						
14:30	Wydatki Amerykanów m/m	USA	Sierpień	0.3		
14:30	Inflacja PCE r/r	USA	Sierpień	2.6	2.7	
Poniedziałek 29 września						
09:00	Inflacja CPI r/r wst.	Hiszpania	Wrzesień			
11:00	Koniunktura gospodarcza	EZ	Wrzesień	95.2	95.2	
Wtorek 30 września						
03:30	Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Wrzesień	49.4	49.7	
03:30	Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Wrzesień	50.3	50.3	
08:45	Inflacja CPI r/r wst.	Francja	Wrzesień	0.9	1.3%	
10:00	<b>Inflacja CPI r/r wst.</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>
14:00	Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Wrzesień	2.2	2.3	
16:00	Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Wrzesień	97.4	96.0	
16:00	Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Sierpień	7.181	7.100	
Środa 01 października						
09:00	<b>Indeks PMI dla przemysłu</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>46.6</b>		<b>46.9</b>
10:00	Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Wrzesień	50.7	49.5	
11:00	<b>Inflacja HICP r/r wst.</b>	<b>EZ</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	
14:15	Raport ADP	USA	Wrzesień	54.0		
16:00	Indeks ISM dla przemysłu	USA	Wrzesień	48.7	49.2	
Czwartek 02 października						
13:30	Planowane zwolenienia wg Challengerera	USA	Wrzesień	85.979		
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	Tydzień	218 tys.	223 tys.	
16:00	Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Sierpień	-1.3	1.4	
Piątek 03 października						
10:00	Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Wrzesień	50.5	51.4	
14:30	<b>Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem tys. m/m</b>	<b>USA</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>22.0</b>	<b>48.0</b>	
14:30	Stopa bezrobocia	USA	Wrzesień	4.3	4.3	
14:30	Płaca godzinowa m/m	USA	Wrzesień	0.3	0.3	
16:00	Indeks ISM dla usług	USA	Wrzesień	52.0	51.7	
Poniedziałek 06 października						
10:30	Indeks Sentix	EZ	Październik	-9.2		

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