



# 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

30 września 2025

## Informacje na dziś

- EZ:** Dziś poznamy dane inflacyjne za wrzesień dla dwóch największych gospodarek strefy euro - Francji (godz. 8:45) i Niemiec (godz. 14:00). W przypadku Francji konsensus prognoz wskazuje na wzrost wskaźnika HICP do 1,3% r/r z 0,8% r/r w sierpniu, natomiast dla Niemiec oczekuje się odczytu HICP na 2,2% r/r wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej. Wrześniowe odczyty prawdopodobnie wpiszą się w ocenę Ch. Lagarde, zgodnie z którą proces dezinflacji w strefie euro dobiegł końca.
- PL:** O godz. 10.00 GUS opublikuje szybki szacunek inflacji za wrzesień. W naszej ocenie wskaźnik CPI wzrośnie do 3,0% r/r z 2,9% r/r sierpniu. W głównej mierze będzie to efekt wyhamowania spadku cen paliw, ponieważ we wrześniu ubiegłego roku zniżka cen paliw była znacznie głębsza niż w tym roku. W przypadku inflacji bazowej szacujemy stabilizację na 3,2% r/r. Ewentualne odchylenia od konsensusu wpłyną zapewne na oczekiwania co do najbliższej decyzji RPP. Opublikowane dotychczas dane za sierpień, w szczególności niższa dynamika płac, w połączeniu z przedłużeniem zamrożenia cen energii, zwiększyły prawdopodobieństwo cięcia już w październiku. Silniejszy wzrost inflacji może przesunąć oczekiwania na kolejne cięcie na listopad. O ile termin kolejnej obniżki obciążony jest podwyższoną niepewnością, o tyle podtrzymujemy naszą ocenę, że w warunkach luźnej polityki fiskalnej i solidnego popytu krajowego, łagodzenie polityki pieniężnej będzie następowało stopniowo. W naszej ocenie do końca tego roku stopa referencyjna spadnie do 4,50% i do 3,50% do końca 2026.
- US:** O godz. 16:00 poznamy też dane z gospodarki amerykańskiej: o liczbie wakatów według JOLTS oraz indeks zaufania konsumentów Conference Board. Oczekuje się, że liczba nieobsadzonych miejsc pracy w sierpniu wyniesie około 7,125 mln wobec 7,181 mln miesiąc wcześniej, co byłoby kontynuacją spadkowego trendu obserwowanego w poprzednich miesiącach. Z kolei indeks zaufania konsumentów ma według konsensusu prognoz wynieść we wrześniu 96,0 pkt wobec 97,4 pkt. Dane o nastrojach będą interesujące z punktu widzenia wpływu na nie wzrostu inflacji i słabszego rynku pracy.

## Wydarzenia i komentarze

- CN:** Tzw. oficjalny wskaźnik PMI dla przemysłu w Chinach wzrósł we wrześniu do 49,8 pkt z 49,4 pkt w sierpniu, co oznacza szósty z rzędu miesiąc kurczenia się aktywności produkcyjnej. Dane okazały się zgodne z oczekiwaniami. Niewielką niespodzianką in minus okazał się natomiast sektor usług - indeks obrazujący nastroje w tej branży osłabł do 50,0 pkt z 50,3 pkt, wskazując na stagnację. Dane te sugerują, że chińska gospodarka w 3Q 2025 rozwija się wolniej niż w 2Q, gdy PKB wzrósł o 5,2% r/r i o 1,1% kw/kw (po odsezonowaniu). Za spowolnienie odpowiada głównie sektor usług, co wskazuje na słabość popytu wewnętrznego, mimo wcześniejszych działań stymulacyjnych ze strony władz. W badaniu PMI ankietowane firmy wyrażają oczekiwania wzrostu gospodarczego, jednak jego skala obciążona jest podwyższoną niepewnością, zwłaszcza w kontekście impasu w negocjacjach dotyczących docelowej umowy handlowej między Chinami a USA.
- EZ:** Komisja Europejska opublikowała najnowsze dane o wskaźnikach koniunktury w strefie euro we wrześniu. Wskaźnik koniunktury gospodarczej (ESI) wyniósł 95,5 pkt., a więc okazał się zbliżony do sierpnia (95,3 pkt). Dane wskazują na stabilną koniunkturę w 3Q 2025 w gospodarce strefy, aczkolwiek słabszą niż średnia wieloletnia.

## Rynki na dziś

Dla inwestorów na krajowym rynku finansowym najciekawszą informacją dnia dzisiejszego będzie zapewne odczyt wrześniowej inflacji, który GUS opublikuje o godz. 10:00. Istotne odchylenia względem konsensusu (3,0% r/r) może wpływać na rynkowe oczekiwania co do terminu kolejnej obniżki stóp procentowych przez RPP. Ewentualna reakcja będzie w naszej ocenie asymetryczna. Biorąc pod uwagę, iż rynek kolejne cięcie wycenia już w październiku, to silniejszy ruch rynkowy nastąpi w sytuacji wyższego odczytu od oczekiwań. Na rynku walutowym nie oczekujemy istotnych zmian. Kurs EUR/PLN oscyluje wokół 4,27 i dzisiejsze dane nie powinny tego obrazu zmienić. Natomiast kurs USD/PLN podąża śladem eurodolara. Negatywnie na wycenę dolara działa ryzyko blokady administracji USA i brak porozumienia w kwestii podniesienia limitu zadłużenia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2701	0.0%
USD/PLN	3.6368	-0.5%
CHF/PLN	4.5605	-0.4%
EUR/USD	1.1741	0.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.84	2
WIBOR 3M	4.74	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.31	2
5Y	4.89	-2
10Y	5.51	-1

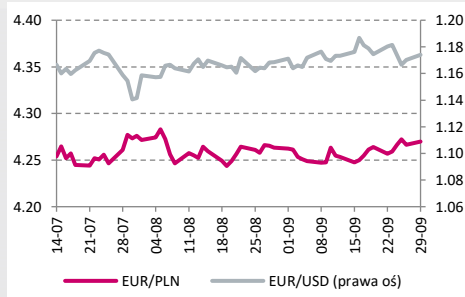
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.10	-2
5Y	4.19	-2
10Y	4.55	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.72	-3
US 10Y	4.15	-4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106524.7	0.0
DAX	23745.1	0.0
S&P 500	6661.2	0.3

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

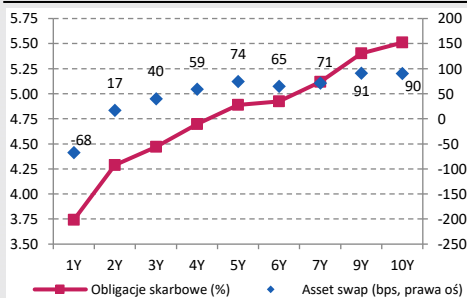
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Na krajowym rynku finansowym panowała wczoraj umiarkowana stabilizacja notowań, wspierana brakiem publikacji istotnych danych makroekonomicznych oraz wyczekiwaniem na kluczowe odczyty w kolejnych dniach, w szczególności piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Krajowy rynek walutowy pozostawał pod wpływem globalnych nastrojów, podążając śladem notowań eurodolara. Kurs EUR/PLN nieznacznie spadł o 0,2 grosza do poziomu 4,2701, natomiast USD/PLN obniżył się o nieco ponad 2 grosze do 3,6368, co było efektem umocnienia euro względem dolara - kurs EUR/USD wzrósł do 1,1750 z 1,1683. Niewielkim wahaniom podlegały też notowania na krajowym rynku długu, czemu sprzyjał brak istotnych zmian na rynkach bazowych. Rentowność obligacji 2-letnich spadła o 2 pkt. baz. do 4,31%, natomiast rentowności papierów 5-letnich i 10-letnich spadła o odpowiednio 2 pkt. baz. i 1 pkt. baz. do odpowiednio 4,89% i 5,51%. Nachylenie krzywej rentowności nie uległo istotnym zmianom. Inwestorzy na rynku długu koncentrują się obecnie na dzisiejszych danych o inflacji w Polsce we wrześniu, która według prognoz ma wzrosnąć do 3,0% r/r, co może wpłynąć na oczekiwania dotyczące przyszłej polityki pieniężnej.

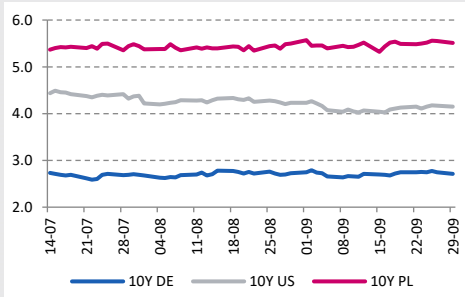
## Krajowy rynek stopy procentowej



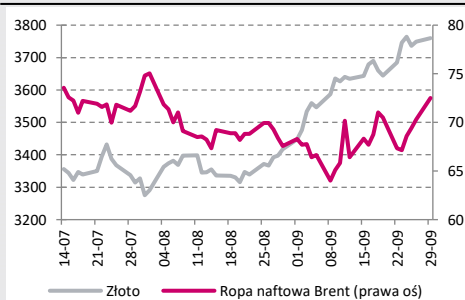
## Rynki zagraniczne

Nowy tydzień eurodolar rozpoczął od nieznacznego wzrostu do nawet 1,1750 w ciągu dnia. Poziom 1,1650 okazał się mocnym technicznym wsparciem dla eurodolara i po dotarciu do tego poziomu, kurs EUR/USD rósł drugą sesję z rzędu. Dolarowi nie pomaga także ryzyko blokady działania administracji USA w sytuacji braku porozumienia co do budżetu USA. Zakres wahań nie był jednak duży i tylko nieznacznie przekroczył 0,5 centa. Inwestorzy czekają na kluczowe publikacje w dalszej części tygodnia, a szczególnie piątkowy raport z rynku pracy w USA. Na bazowych rynkach długu rentowności nieznacznie się obniżyły. W ciągu dnia dochodowość obligacji i niemieckich spadły o 3-4 pkt. baz.

## 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	0.5%	0.5%	0.6%
14:30	Inflacja PCE r/r	USA	Sierpień	2.6%	2.7%	2.7%
Poniedziałek 29 września						
09:00	Inflacja CPI r/r wst.	Hiszpania	Wrzesień	2.7%	3.0%	2.9%
11:00	Koniunktura gospodarcza	EZ	Wrzesień	95.3	95.5	95.2
Wtorek 30 września						
03:30	Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Wrzesień	49.4	49.8	49.7
03:30	Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Wrzesień	50.3	50.0	50.3
08:45	Inflacja CPI r/r wst.	Francja	Wrzesień	0.9%		1.3%
10:00	Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Wrzesień	2.9%		3.0%
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 mln		7.125 mln
Środa 01 października						
09:00	Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Wrzesień	46.6		47.0
10:00	Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Wrzesień	50.7		49.5
11:00	Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Wrzesień	2.0%		2.3%
14:15	Raport ADP	USA	Wrzesień	54.0 tys.		51.0 tys.
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	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem m/m	USA	Wrzesień	22.0 tys.		48.0 tys.
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.