



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

1 października 2025

Informacje na dziś

- PL:** O godz. 9:00 poznamy dane za wrzesień dotyczące indeksu PMI dla polskiego przemysłu. Według naszej prognozy wskaźnik ten wzrośnie do 46,9 pkt z 46,6 pkt miesiąc wcześniej, za czym przemawia wzrost subindeksu zamówień zagranicznych deklarowany w badaniu koniunktury GUS przez firmy z sektora przemysłowego oraz poprawa oczekiwań dotyczących zatrudnienia. Skalę wzrostu ogranicza jednak spadek subindeksu bieżącej produkcji. Dane te nie oddają jednak pełnego obrazu kondycji przemysłu, która pozostaje lepsza niż wynikałoby to z samego odczytu PMI.
- EZ:** O godz. 11:00 Eurostat opublikuje dane o inflacji HICP w strefie euro za wrzesień. Oczekiwany jej wzrost do 2,3% r/r z 2,0% r/r w sierpniu, głównie z powodu efektu niskiej bazy w cenach energii we wrześniu ub. roku. W przypadku inflacji bazowej konsensus prognoz wskazuje na stabilizację na poziomie 2,3% r/r. Realizacja tych prognoz wpisywałaby się w ocenę Ch.Lagarde z ostatniego posiedzenia EBC, zgodnie z którą proces dezinflacji w strefie euro dobiegł końca.
- US:** O godz. 16:00 opublikowany zostanie indeks ISM dla przemysłu USA we wrześniu. Konsensus prognoz wskazuje wzrost wskaźnika do 49.2 pkt z 48.7 pkt miesiąc wcześniej. Zrealizowanie się tych oczekiwań potwierdziłoby utrzymującą się stagnację w perspektywie całości sektora.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Inflacja konsumencka w Polsce mierzona indeksem CPI wyniosła we wrześniu 2,9% r/r, podobnie jak w sierpniu. Indeks ustabilizował się pomimo niskiej bazy statystycznej związanej z wyraźnym spadkiem cen paliw we wrześniu ubiegłego roku. Spadek cen paliw wyhamował do -4,9% r/r z -7,7% r/r miesiąc wcześniej. Efekt ten został zneutralizowany przez głębszy od naszych oczekiwań spadek cen żywności i napojów bezalkoholowych (-4,2% r/r wobec 4,9% r/r w sierpniu). Inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i nośników energii ustabilizowała się na poziomie 3,2% r/r. W ujęciu miesięcznym natomiast inflacja bazowa wyniosła ok. 0,3% m/m, co jest poziomem zbliżonym do średniej długoterminowej dla września. W naszej ocenie dane wzmacniają oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych o 25 pkt. baz. w październiku. Nie można całkowicie wykluczyć listopada, gdyż Rada może zechcieć poczekać na wyniki nowej projekcji makroekonomicznej.
- US:** Liczba wolnych miejsc pracy w USA wzrosła w sierpniu do 7,227 mln z 7,208 mln miesiąc wcześniej, przy czym dane za lipiec zostały zrewidowane w górę. Wzrost liczby wakatów odnotowano w branżach usługowych i handlu, natomiast spadki miały miejsce w przemyśle i budownictwie - sektorach najbardziej odczuwających skutki wysokich stóp procentowych. Dodatkowo na przemysł oddziałują wyższe cła importowe, które podnoszą koszty działalności. Dane dla usług i handlu sugerują, że firmy z tych sektorów mogły wstrzymać się z zatrudnieniem do czasu wyjaśnienia kwestii związanych z wojnami handlowymi. Potwierdza się, że gospodarka USA - zwłaszcza sektor usług - wykazuje odporność na bardziej niepewne otoczenie gospodarcze. Indeks nastrojów konsumenckich wg Conference Board spadł we wrześniu natomiast do 94,2 pkt z 97,8 pkt, silniej niż oczekiwano. Zaznaczamy jednak, że słabsza ocena koniunktury konsumenckiej nie przekłada się na rzeczywiste dane o wydatkach.

Rynki na dziś

Dzień rozpoczynamy informacją o braku porozumienia budżetowego w USA i pierwszą od siedmiu lat blokadą administracji USA. Spowoduje ona zaburzenia w działaniu administracji USA oraz zapewne zwiększone wahania na rynku finansowym, w szczególności negatywną presję na dolara. Bogate jest też dzisiejsze kalendarium danych makro. W naszej ocenie nie wybije ono kursu EUR/PLN z przedziału konsolidacji, choć wzrost kursu EUR/USD może wesprzeć złotego. Większe wahania będą zapewne widoczne w przypadku pary USD/PLN, szczególnie jeśli publikowane dane w USA okażą się odmienne od konsensusów. Krajowy dług może pozostawać pod wpływem wczorajszych danych o niższej od oczekiwań inflacji. Potencjał do dalszego spadku rentowności, w naszej ocenie, nie jest jednak znaczny, ponieważ rynek wycenił już cięcie kosztu pieniądza na posiedzeniu RPP w październiku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2669	-0.1%
USD/PLN	3.6344	-0.2%
CHF/PLN	4.5654	0.0%
EUR/USD	1.1742	0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.81	-3
WIBOR 3M	4.72	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.23	-6
5Y	4.85	-6
10Y	5.45	-5

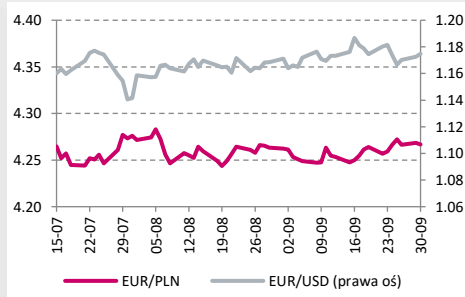
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.06	-4
5Y	4.14	-5
10Y	4.51	-4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.71	-1
US 10Y	4.12	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106363.9	-0.2
DAX	23880.7	0.6
S&P 500	6688.5	0.4

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

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



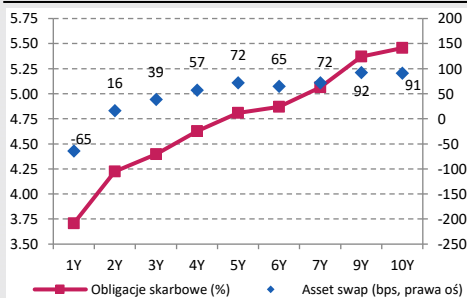
Rynek krajowy

Przez dominującą część wczorajszej sesji kurs EUR/PLN utrzymywał się w wokół 4,27, pozostając w przedziale konsolidacji. Dopiero pod koniec dnia widoczny był ruch w kierunku 4,2630. Złoty w niewielkim stopniu reagował na publikację danych makroekonomicznych, a stabilizacji złotego sprzyjała ograniczona zmienność notowań eurodolara. To też przełożyło się na zejście kursu USD/PLN w okolice 3,63. Na krajowym rynku uwaga inwestorów skupiona była na odczycie inflacji we wrześniu. Niższe od prognoz dane wzmocniły oczekiwania na możliwe cięcie stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej już w październiku, co przełożyło się na spadek rentowności obligacji. W ciągu dnia rentowności obniżyły się o 6 pkt. baz. wzdłuż całej krzywej dochodowości. Nieznacznie obniżyły się także stawki FRA i IRS. Spadek rentowności krajowego długu wsparty także zniżki rentowności na rynkach bazowych, choć spadek polskich obligacji był silniejszy. Przełożyło się to do zawężenia spreadów pomiędzy polskimi obligacjami, a ich niemieckimi i amerykańskimi odpowiednikami.

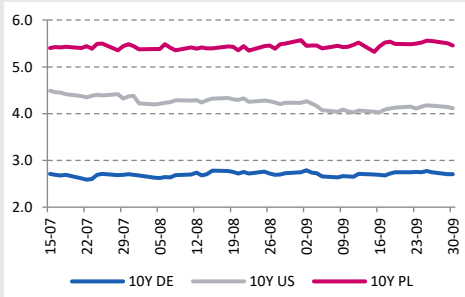
Rynki zagraniczne

W trakcie wczorajszej sesji eurodolar podlegał niewielkim wahaniom, poruszając się w wąskim przedziale 1,1715-1,1760, w niewielkim stopniu reagując na publikowane dane o inflacji w Niemczech i Francji, czy wskaźnik nastroju konsumentów w USA. Inwestorzy oczekują na kluczowe publikacje w dalszej części tygodnia. Dolarowi ciążył brak porozumienia co do budżetu USA i ryzyko blokady administracji USA, które zrealizowało się dziś. W rezultacie euro pozostało mocne pomimo lepszego od oczekiwań odczytu danych JOLTs. Niewielkim zmianom podlegały także notowania na bazowych rynkach długu, choć w ciągu dnia rentowności nieznacznie się obniżyły. Na wczorajszym zamknięciu rentowność amerykańskiej 10-latki kształtowała się na poziomie 4,12%, tj. 3 pkt. baz. niżej niż dzień wcześniej. Natomiast rentowność Bunda obniżyła się zaledwie o 1 pkt. baz. do 2,71%.

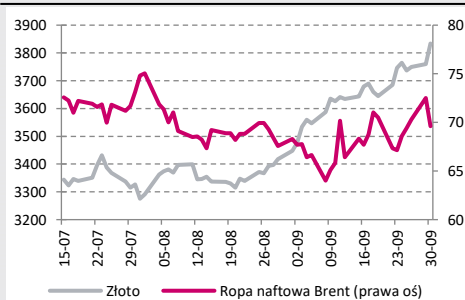
Krajowy rynek stopy procentowej



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%	1.2%	1.3%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Wrzesień	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Wrzesień	2.2%	2.4%	2.3%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Wrzesień	97.8	94.2	96.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Sierpień	7.208 mln	7.227 mln	7.125 mln	
Środa 01 października						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Wrzesień	46.6		47.0	46.9
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.