

Biuletyn Makroekonomiczny

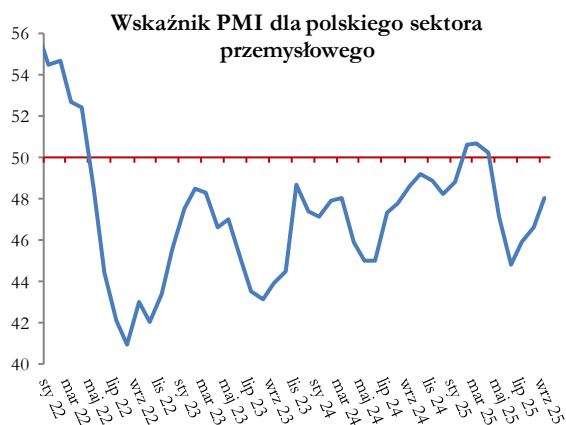
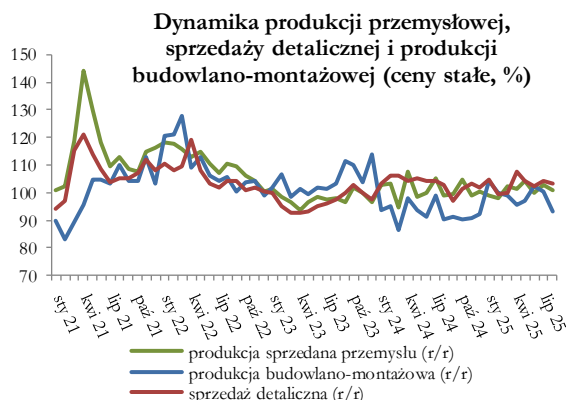
NUMER 10/2025

15 PAŹDZIERNIKA 2025 ROKU



przegląd makroekonomiczny

Polska



Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

• We wrześniu 2025 r. wskaźniki wyrównane sezonowo w większości badanych przez GUS sektorów wskazywały na stabilizację lub pogorszenie **koniunktury w gospodarce**. Jednak po eliminacji sezonowości obserwowano już stabilizację lub poprawę tej koniunktury. Było to widoczne zwłaszcza w sekcji zakwaterowanie i gastronomia, gdzie nastroje były najlepsze od końca 2019 r. Najbardziej pesymistyczne oceny formułują podmioty z sekcji przetwórstwo przemysłowe oraz budownictwo.

• Według GUS we wrześniu 2025 r. nastąpiła dalsza poprawa obecnych i przyszłych **nastrojów konsumenckich**. Pesymizm stopniowo maleje. W porównaniu z sierpniem najbardziej polepszyły się ocena sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz ocena i prognoza sytuacji ekonomicznej kraju, a także możliwość przyszłego oszczędzania pieniędzy. Pogorszyły się jedynie prognozy sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Respondenci oczekiwali dalszego wzrostu cen w ciągu 12 miesięcy (74,3% wskazań, wzrost z 72,2% w sierpniu br.), a według 56,2% (54,4% miesiąc temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.

• **Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego, choć kolejny raz wzrósł we wrześniu 2025 r. (z 46,6 pkt. do 48,0 pkt.), to pozostał poniżej progu 50,0 pkt., wskazując na ogólne pogorszenie warunków operacyjnych producentów. Nowe zamówienia otrzymane przez polskie przedsiębiorstwa przemysłowe spadły szósty miesiąc z rzędu. Tempo spadku zmniejszyło się jednak i było najsłabsze od maja. Jednocześnie nowe zlecenia eksportowe spadły szósty miesiąc z rzędu, choć w najwolniejszym tempie od czterech miesięcy. Niektóre firmy odnotowały odnowienie zamówień z rynków europejskich. Utrzymujący się spadek zamówień przełożył się we wrześniu na niższy poziom produkcji, chociaż tempo spadku było jedynie umiarkowane. Po raz siódmy w tym roku odnotowano redukcję zatrudnienia w związku z dalszym spadkiem produkcji i nowych zleceń. Tempo, w jakim likwidowano miejsca pracy, było jednak tylko marginalne. Pojawiły się też sygnały, świadczące o powracającej presji na moce przerobowe – wzrosła liczba zaległych zamówień, zaledwie drugi raz w ciągu ponad trzech lat. Producenci wiązali optymistyczne nastroje z ożywieniem gospodarczym, nowymi rynkami, funduszami KPO i nowymi produktami.

• **Produkcja sprzedana przemysłu** w sierpniu 2025 r. w cenach stałych, według oszacowania GUS, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób okazała się wyższa o 0,7% r/r i niższa o 7,1% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była wyższa o 1,5% r/r i niższa zaledwie o 0,1% m/m. Spośród głównych grupowań przemysłowych, w sierpniu br. odnotowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr inwestycyjnych (o 7,2%), dóbr konsumpcyjnych nietrwałych (o 1,6%) oraz dóbr konsumpcyjnych trwałych (o 0,2%). Zmniejszyła się natomiast produkcja dóbr związanych z energią (o 10,3%) oraz dóbr zaopatrzeniowych (o 0,7%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 17 (spośród 34 i wobec 17 miesiąc temu) działach, m.in. w naprawie, konserwacji, instalowaniu i produkcji maszyn oraz urządzeń, a także w produkcji pozostałego sprzętu transportowego. Spadek wystąpił w 17 działach (17 miesiąc temu), m.in. w produkcji urządzeń elektrycznych, chemikaliów i wyrobów chemicznych, pojazdów samochodowych. Nowe zamówienia w przemyśle wzrosły o 2,7% r/r, a zamówienia eksportowe słabiej, bo o 0,7% r/r.

• **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w sierpniu 2025 r. spadły o 1,2% r/r i o 0,4% m/m. W przetwórstwie przemysłowym ceny obniżyły się prawie tak samo (o 1,1% r/r oraz o 0,4% m/m).

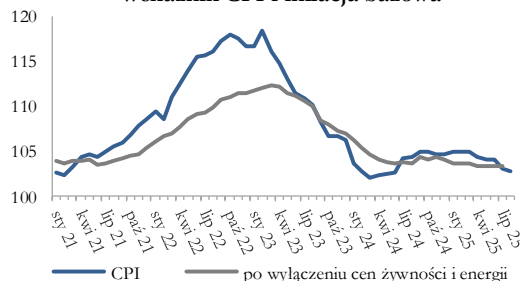
- **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w sierpniu 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była niższa o 6,9% r/r i o 8,9% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się słabsza o 4,1% r/r i o 4,0% m/m. W skali roku produkcja spadła we wszystkich segmentach, a w porównaniu z lipcem 2025 r. wzrosła jedynie w budowie budynków (o 2,1%). **Ceny produkcji budowlano-montażowej** wzrosły w porównaniu z sierpniem 2024 r. (o 2,8%), a w skali miesiąca nie zmieniły się.
- Zgodnie z danymi GUS w okresie od stycznia do sierpnia 2025 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 125,3 tys. mieszkań, mniej o 3,1% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 78,2 tys. mieszkań – o 0,9% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 43,3 tys., o 6,7% mniej. W samym sierpniu br. liczba mieszkań oddanych od użytku spadła o 16,3% m/m, rosnąć jednak o 4,0% r/r. Narastająco od początku 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (104,7 tys.) była niższa o 24,5% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (57,0 tys.) – wyższa o 6,6% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 88,5 tys. mieszkań (o 15,8% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 55,2 tys. (o 1,6% r/r więcej).
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w sierpniu 2025 r. zwiększyła się o 3,1% r/r i spadła o 0,4% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 4,7% r/r i o 0,7% m/m. Wysoki wzrost w skali roku wystąpił w sprzedaży odzieży i obuwi (o 18,9%) oraz mebli, rtv i agd (o 13,9%). Zwiększyła się również wartość sprzedaży pojazdów samochodowych i paliw. W grupie o najwyższym udziale w sprzedaży detalicznej, którą jest „żywność, napoje i wyroby tytoniowe”, nastąpił spadek o 3,4%.
- Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** od stycznia do lipca 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 887,2 mld zł w eksporcie (spadek o 0,3% r/r) oraz 901,6 mld zł w imporcie (wzrost o 3,1% r/r). Ujemne saldo wyniosło 14,5 mld zł. Według NBP lipiec 2025 r. był trzecim kolejnym miesiącem wzrostu eksportu towarów. Jego wartość zwiększyła się do 119,9 mld zł, tj. o 2,1% m/m. Na wzrost eksportu złożyło się dalsze zwiększenie transakcji o charakterze reeksportu, a także wzrost cen produktów rolnych. Pozytywny wpływ na wyniki eksportu miała stopniowo poprawiająca się koniunktura w branży motoryzacyjnej. Wartość importu osiągnęła w lipcu br. 125,3 mld zł i była o 2,3% m/m wyższa. Najsilniej rósł import półtrwałych towarów konsumpcyjnych i aut osobowych. Utrzymująca się tendencja spadkowa cen ropy wpłynęła na dalsze obniżenie wartości importowanych paliw. Niekorzystny wpływ na import ma także niska aktywność krajowego sektora przemysłowego. Zbliżone dynamiki eksportu i importu wpłynęły na stabilizację salda obrotów towarowych. Deficyt ukształtował się na poziomie 5,4 mld zł wobec 5,0 mld zł w analogicznym miesiącu 2024 r.
- W sierpniu 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r i o 0,2% m/m. Zatrudnienie najbardziej zmalało w przemyśle (o 7 tys. etatów m/m). Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 7,1% r/r, ale spadło o 1,5% m/m. Realny fundusz płac wzrósł dwudziesty piąty miesiąc z rzędu, o prawie 3,4% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w sierpniu 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 2,9% r/r i nie zmieniły się w skali miesiąca. W porównaniu z sierpniem 2024 r. wyższe ceny m.in. w zakresie: żywności (o 4,7%), mieszkania (o 3,1%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 6,6%) oraz restauracji i hoteli (o 5,7%), wpłynęły na wzrost wskaźnika CPI odpowiednio o: 1,10, 0,78, 0,35 i 0,32 p.p. Niższe ceny w zakresie transportu (o 5,4%) oraz odzieży i obuwi (o 1,5%) obniżyły wskaźnik odpowiednio o 0,59 i 0,06 p.p. Inflacja bazowa w sierpniu br. wyniosła 3,2% r/r i 0,2% m/m. Według wstępnego oszacowania wskaźnik CPI wyniósł we wrześniu br. 2,9% r/r i 0,0% m/m.

Świat

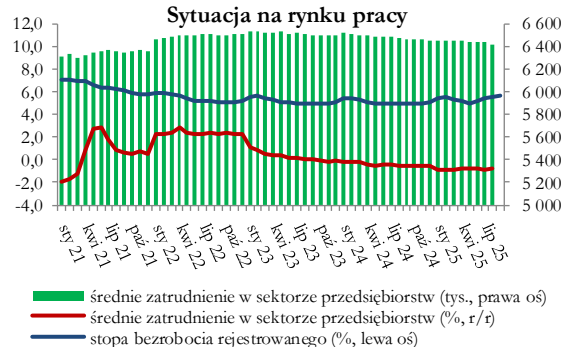
- Amerykańska **produkcja przemysłowa** w sierpniu 2025 r. zwiększyła się nieznacznie, bo o 0,1% m/m, a odczyt za czerwiec obniżono z -0,1% m/m na -0,4% m/m. W skali roku produkcja zwiększyła się o 0,9%. Wykorzystanie mocy produkcyjnych nie zmieniło się (77,4% w sierpniu i lipcu, po korekcie). W przetwórstwie przemysłowym odnotowano wzrost produkcji o 0,2% m/m.

- **Podstawowe produkty rolne** w sierpniu 2025 r. podrożały o 1,0% m/m i o 11,9% r/r. W porównaniu do lipca br. w skupie zdrożał jęczmień, owies, kukurydza, drób, trzoda chlewna i mleko. Najsilniej staniały pszenica, żyto i ziemniaki.
- W sierpniu br. stan **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** wzrósł o 1,5% m/m i o 10,3% r/r, do 303,2 mld zł. W skali miesiąca najsilniej zwiększył się stan złotych kredytów o charakterze bieżącym (o 2,0%), nieco słabiej wzrósł stan kredytów inwestycyjnych i na nieruchomości (o 1,2 i 1,1%). Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** powiększył się o 0,7% m/m i o 5,5% r/r, do 759,8 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 0,7%, a w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych o 0,9%.
- Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o obniżeniu **podstawowych stóp procentowych NBP**. W wyniku tej decyzji stopa referencyjna spadła o 25 p.b., do 4,5%. Decyzja nie była zgodna z rynkowym konsensusem, aczkolwiek nie stanowiła też zaskoczenia. W krótkim komunikacie prasowym, wydanym po posiedzeniu, stwierdzono, że biorąc pod uwagę poprawę perspektyw inflacji w najbliższym czasie, w ocenie Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Na konferencji prasowej, która odbyła się dzień po posiedzeniu, prezes NBP nie wykluczył kolejnej obniżki stóp już w listopadzie i określił docelowy poziom stopy referencyjnej na 4,0%.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Sytuacja na rynku pracy



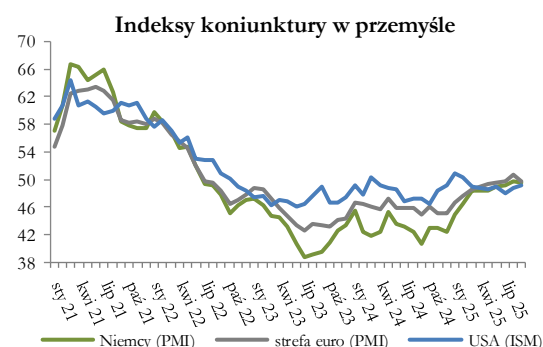
Źródło: GUS, NBP.

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2025 r. wzrosły o 2,9% m/m. Po wyeliminowaniu środków transportu również odnotowano wzrost zamówień, ale wynoszący już 0,4% m/m.

- Zgodnie z finalnym odczytem **PKB w Stanach Zjednoczonych** w II kwartale 2025 r. w ujęciu annualizowanym zwiększył się o 3,8%, po spadku o 0,5% w poprzednim kwartale i drugim odczycie wynoszącym 3,3%. Konsumpcja prywatna zwiększyła się ostatecznie o 2,5%, przyspieszając pięciokrotnie w porównaniu z I kwartałem br. Wyższe, niż pierwotnie szacowano, okazały się wydatki na usługi.
- W związku z zawieszeniem działalności przez amerykański rząd wskutek braku przegłosowania przez Kongres ustawy budżetowej nie opublikowano w terminie danych o **zatrudnieniu** w sektorze pozarolniczym, stopie bezrobocia i zmianach przeciętnej płacy godzinowej we wrześniu w Stanach Zjednoczonych. Dane będą opublikowane w terminie późniejszym.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2025 r. (w ujęciu nominalnym) zwiększyła się silnie, bo o 0,6% m/m. Po wyeliminowaniu grupy samochodów i paliw sprzedaż wzrosła jeszcze bardziej, bo o 0,7% m/m. W skali roku jej wzrost wyniósł 5,0%.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, we wrześniu 2025 r. ponownie spadł, do 94,2 pkt. Subindeks mierzący oczekiwania również spadł, o 1,3 pkt. do 73,4 pkt., i od lutego 2025 r. pozostaje poniżej poziomu 80 pkt., czyli granicy wyznaczającej przewagę tendencji recesyjnych w ciągu nadchodzących 6 miesięcy. Główną tego przyczyną są pogarszające się oczekiwania, dotyczące dostępności miejsc pracy.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu we wrześniu 2025 r. wzrósł o 0,4 pkt., do 49,1 pkt. Subindeks nowych zamówień po sierpniowym wzroście zmalał, odnotowano jednak dalszy wzrost produkcji i zatrudnienia. Wzrosły też zaległości produkcyjne, co świadczy o odbudowie popytu. W 5 sektorach odnotowano poprawę koniunktury (m.in. w produkcji metali, wyrobów z metali i tekstyliów). Pogorszenie nastąpiło w 11 sektorach.
- **Inflacja PCE** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2025 r. osiągnęła 2,7% r/r i 0,3% m/m. Inflacja bazowa PCE wyniosła za to 2,9% r/r i 0,2% m/m. Inflacja mierzona indeksem CPI w sierpniu 2025 r. wyniosła 2,9% r/r (najwięcej od stycznia 2025 r.) oraz 0,4% m/m, a w ujęciu bazowym – 3,1% r/r i 0,3% m/m. Presję na wskaźnik CPI wywierają zwłaszcza rosnące ceny usług (3,6% r/r). Odczyty są stabilne i nie powinny wpłynąć na zahamowanie tempa łagodzenia amerykańskiej polityki pieniężnej.
- Na wrześniowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku podjął decyzję o obniżce **stopy funduszy federalnych** o 25 p.b. Jeden członek Komitetu głosował za jeszcze głębszą obniżką, o 50 p.b. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, zawarto informację, że w ocenie Komitetu wzrosło ryzyko pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Na konferencji prasowej po posiedzeniu, przewodniczący Komitetu J. Powell stwierdził, że nie uważa, by amerykańska polityka pieniężna nie była już restrykcyjna. Stanowi to zapowiedź kolejnych obniżek stopy funduszy federalnych. Będą one jednak stopniowe, bo – według J. Powella – nie ma potrzeby podejmowania szybkich decyzji w sprawie kolejnych obniżek. Zgodnie z prognozami członków Komitetu w 2025 r. może dojść do kolejnych obniżek, a na koniec bieżącego roku stopa funduszy federalnych może wynieść 3,75%. W następnych latach stopa funduszy federalnych ma zmierzać do docelowego poziomu, wynoszącego 3,0%.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w lipcu 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, wzrosła o 0,5% m/m i o 3,2% r/r, głównie dzięki budownictwu i specjalistycznemu. **Produkcja przemysłowa** w lipcu 2025 r. urosła o 0,3% m/m i o 1,8% r/r. Poprawiła się zwłaszcza produkcja dóbr kapitałowych i nietrwałych dóbr konsumpcyjnych. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w sierpniu 2025 r. spadły o 0,3% m/m i o 0,6% r/r. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią w skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu nie zmieniły się, a w skali roku wzrosły o 1,0%. Taki sam odczyt odnotowano w lipcu.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w sierpniu 2025 r. zwiększyła się nieznacznie, o 0,1% m/m i o 1,0% r/r. W skali miesiąca po lipcowym spadku silnie odbiła wartość sprzedaży paliw (o 0,4%). Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w sierpniu 2025 r. nieznacznie wzrosła, do 6,3%.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro we wrześniu 2025 r. wyniosła 2,2% r/r oraz 0,1% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,3% r/r i 0,1% m/m.

Wyniki w poszczególnych kategoriach były bardzo zbliżone do tych sprzed miesiąca.

- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, we wrześniu 2025 r. pozostał niemal niezmieniony (95,5 pkt. vs 95,3 pkt. w sierpniu, po korekcie) i pozostał poniżej długookresowej średniej, wynoszącej 100 pkt. Najsilniejsza poprawa nastrojów nastąpiła w usługach, gdzie oczekiwano wzrostu popytu, i wśród konsumentów, którzy byli bardziej skłonni do dokonywania ważnych zakupów. Pogorszenie koniunktury nastąpiło jedynie w handlu detalicznym, ale podmioty z tej branży sformułowały lepsze niż w sierpniu prognozy na kolejne trzy miesiące.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro we wrześniu 2025 r. ponownie spadł poniżej poziomu 50 pkt., powracając do 49,5 pkt. Wzrost produkcji przemysłowej nadal trwał, ale był znacznie słabszy, niż miesiąc temu. Ponownie zaczęła spadać liczba nowych zamówień ogółem, a proces ten przyspieszyło nasilenie spadku zamówień eksportowych. Nadal redukowano zatrudnienie. Pogorszyły się prognozy przedsiębiorców na kolejne dwanaście miesięcy. Duży wpływ na odczyt indeksu ma pogorszenie stabilności politycznej we Francji i upadek rządu, co utrudnia przedsiębiorstwom planowanie. Poprawia się za to optymizm w Niemczech po wprowadzeniu pakietu przepisów obniżających podatki przedsiębiorstw w celu wsparcia inwestycji.
- Na wrześniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC pozostawiła **podstawowe stopy procentowe w strefie euro** bez zmian. Rada oceniła, że inflacja znajduje się na poziomie zbliżonym z celem, a kształtowanie się cen jest spójne z uprzednio dokonaną oceną procesów inflacyjnych. Prezes EBC, Ch. Lagarde, nie dała na konferencji prasowej po posiedzeniu wskazówek odnośnie do przyszłego poziomu stóp procentowych w strefie euro informując, że Rada nie określiła ich docelowego poziomu.



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
4,00	0,50	2,15	4,00–4,25	0,00
od 7 sierpnia 2025 r.	od 24 stycznia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 18 września 2025 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec sierpnia zwiększyły się o 7 178,1 mln zł (0,51%) w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 402 517,9 mln zł. W stosunku do lipca stan depozytów terminowych złożonych w bankach zwiększył się o 923,1 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 6 255 mln zł.

Na koniec sierpnia stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 4 159,7 mln zł i tym samym zmniejszył się o 0,32% w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,73% (spadek o 0,06 p.p. m/m).

W październiku 2025 r. Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe o 0,25 punktu procentowego, redukując stopę referencyjną do poziomu 4,50% — najniższego od ponad trzech lat. Decyzja ta stanowi kontynuację cyklu łagodzenia polityki monetarnej, zapoczątkowanego w odpowiedzi na wygasającą presję inflacyjną oraz potrzebę pobudzenia akcji kredytowej i wsparcia wzrostu gospodarczego. Prezes Narodowego Banku Polskiego, Adam Glapiński, podkreślił, że kolejne decyzje będą podejmowane „z posiedzenia na posiedzenie”.

Tymczasem banki konsumowały jeszcze obniżkę stóp procentowych z września. Na początku października średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,50% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,47% (spadek o 0,01 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,62% (spadek o 0,04 p.p. m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,81% (spadek o 0,04 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,75% (bez zmian m/m).

Spadki również dotknęły oferty oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie na początku września wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,00% (bez zmian m/m), a dla 3-miesięcznych 3,84% (spadek o 0,07 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,81% (spadek o 0,16 p.p. m/m) i 3,25% (spadek o 0,09 p.p. m/m).

Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 2,20% (bez zmian m/m), natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,65% (wzrost o 0,88 p.p. m/m).

rynek międzybankowy

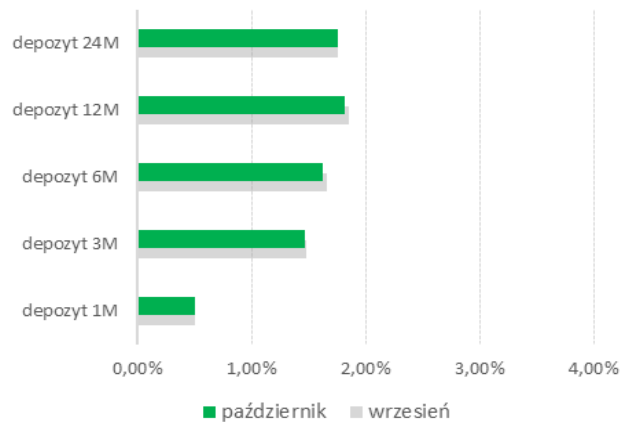
We wrześniu utrzymywał się trend spadkowy stóp procentowych. Na koniec września WIBID na trzy miesiące wyniósł 4,52%, a WIBOR kształtował się na poziomie 4,72% (koniec sierpnia odpowiednio 4,62% i 4,82%). Roczny WIBID kształtował się na poziomie 4,25% (koniec sierpnia 4,32%), natomiast WIBOR 4,45% (koniec sierpnia 4,52%).

rynek długu

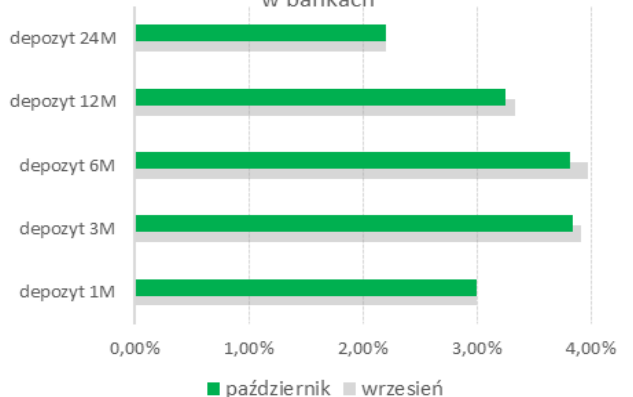
Zmienność na polskim rynku papierów skarbowych we wrześniu była stonowana, krzywa dochodowości w relacji m/m przesunęła się w dół o kilka punktów bazowych w tenorze 2-5 lat, a jej kształt pozostaje stromy. Spread pomiędzy tenorami 10-2 lat wyniósł na koniec miesiąca 122 p.b.

Na rynku pierwotnym MF zorganizował we wrześniu dwa przetargi sprzedaży oraz jeden zamiany. W ramach przetargów sprzedaży inwestorzy objęli

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

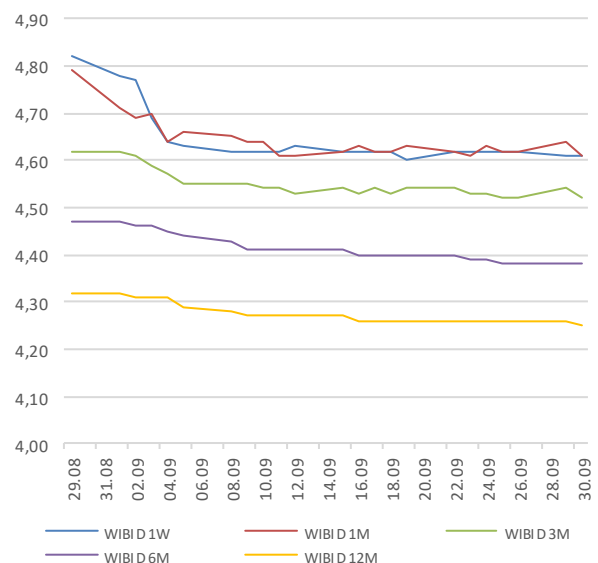


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace

20,4 mld zł (wraz ze sprzedażą dodatkową) wartości nominalnej pięciu serii obligacji zapadających w latach 2028–2035, z największym popytem skoncentrowanym na serii PS0730. Natomiast na przeprowadzonym 17 września przetargu zamiany MF odkupił 6,4 mld zł obligacji zapadających w latach 2025–2026 sprzedając w zamian 6,6 mld zł obligacji zapadających w latach 2028–2035. Dodatkowo MF przeprowadził jeden przetarg sprzedaży bonów skarbowych. Na aukcji uplasowano 2,1 mld zł bonów zapadających 30 czerwca 2026 r. z rentownością 4,30%.

Podsumowując miesiąc, na koniec września rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 4,23%, obligacji 5-letnich na 4,82%, a obligacji 10-letnich na 5,45% wobec odpowiednio 4,35%, 4,88% i 5,45% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Na globalnym rynku walutowym we wrześniu warta odnotowania była próba wyjścia kursu EURUSD powyżej 1,19, czyli najwyższego pułapu od 4 lat. Ruch ten wywołany tuż przed decyzją FED o kolejnym cięciu stóp o 25 pb okazał się być jednak krótkotrwały. W drugiej połowie miesiąca para EURUSD wróciła do poziomów 1,17, co jest poziomem równowagi z ostatnich kilku miesięcy. Takie zachowanie tej pary automatycznie przełożyło się na kształtowanie kursu USDPLN. Tu też dotarliśmy w połowie miesiąca do lokalnego dolka, a kurs 3,58 zł za jednego dolara amerykańskiego to poziom ostatnio widziany w 2018 r. Pod koniec miesiąca podążając za tendencją globalną wróciliśmy jednak do punktu wyjścia z sierpnia. W tym samym czasie na parze EURPLN nie działo się niemal nic. Ruchy EURUSD przeszły całkowicie bez echa i wykres naszej waluty w relacji do euro nadal wygląda jakby ktoś urzędowo zablokował tu zmienność. Podsumowując zatem wrzesień na krajowym rynku, złoty odnotował jedynie kosmetyczne zmiany w stosunku do USD i EUR w relacji miesiąc do miesiąca.

Na koniec września na rynku walutowym za euro placono 4,2639 zł, a za dolara 3,6340 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2602 zł i 3,6435 zł na koniec sierpnia.

rynek akcji

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł we wrześniu o 1,52% m/m, w stosunku do września ub.r. odnotowano wzrost o 27,73%. Na ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 106 363,86 pkt., miesięczne minimum wyniosło 102 467,24 pkt., maksimum wyniosło 107 746,61 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 37,63 mld zł wobec 35,65 mld zł w sierpniu br. i wobec 30,28 mld zł we wrześniu ub.r.

Indeks WIG20 we wrześniu zanotował wzrost o 1,20% m/m. W relacji do września ub.r. WIG20 zanotował wzrost o 21,61%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 31,59 mld zł, co stanowi około 83,95% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w sierpniu br. 87,12%).

Jeśli chodzi o kierunek zmian na rynkach globalnych, GPW zachowywała się zgodnie z trendem.

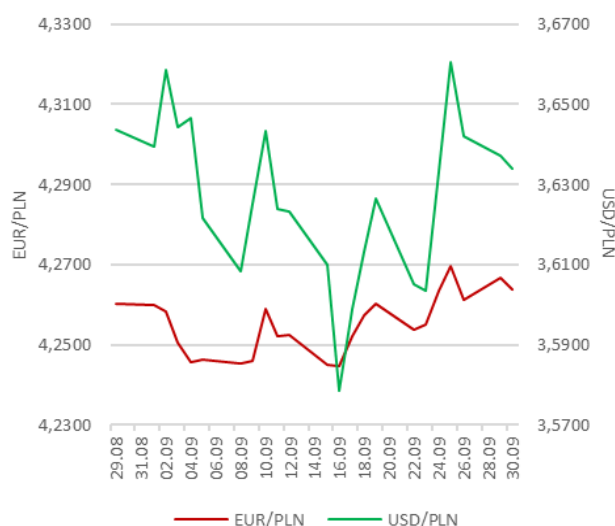
Najlepiej we wrześniu 2025 roku radziły sobie spółki górnicze, osiągając wzrost o 22,73% (WIG-GÓRNICZOW), następnie branża paliwowa, notująca wzrost o 10,97% (WIG-PLALIWA). Najgorzej radziły sobie media, notujące spadek o 5,72% (WIG-media) oraz branża motoryzacyjna, dla której spadek wyniósł 4,54% (WIG-MOTORYZACJA). Indeks WIG-BANKI spadł o 1,93%.

We wrześniu na GPW nie było debiutów.

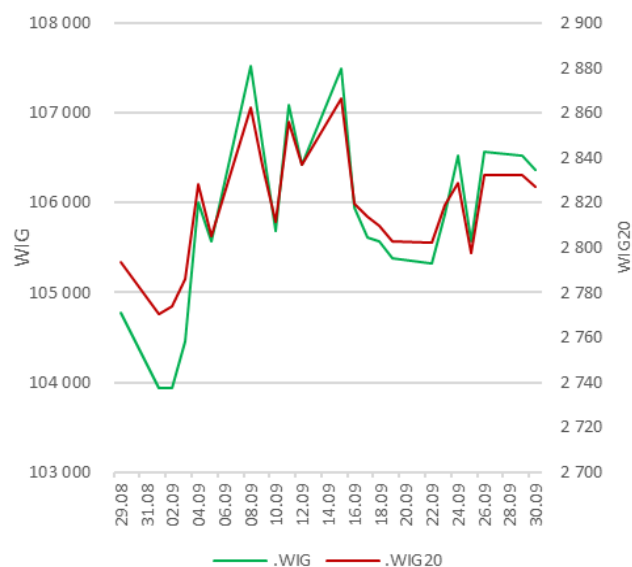
Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25
PKB (% r/r)	2,8	3,4	3,2	3,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	0,2	3,5	2,5	4,4
Inwestycje (% r/r)	-4,3	-6,9	6,3	-1,0

Wyszczególnienie	IX'24	X'24	XI'24	XII'24	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25
Inflacja CPI (% m/m)	0,1	0,3	0,5	0,0	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0
Inflacja CPI (% r/r)	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9
Saldo budżetu Państwa	-107,3	-129,8	-141,8	-210,9	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	-172,0	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 516,5	1 537,0	1 568,5	1 629,4	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	1 853,0	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-1 160	654	-492	-1 450	-66	93	-1 209	-596	-1 838	651	-1 335	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	99,6	104,6	98,7	100,2	99,1	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	103,0	100,7	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw	8 140,98	8 316,57	8 478,26	8 821,25	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	8 769,08	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75
WIBOR 3M (%)	5,85	5,85	5,85	5,84	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82	4,72
WIBOR 6M (%)	5,85	5,84	5,79	5,80	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67	4,58
POLSTR 3M (%)	5,60	5,58	5,54	5,52	5,51	5,50	5,48	5,50	5,46	5,33	5,11	4,97	4,79
POLSTR 6M (%)	5,63	5,64	5,62	5,60	5,58	5,56	5,53	5,54	5,51	5,44	5,34	5,25	5,10
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,8193	4,0059	4,0770	4,1012	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559	3,6315
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2791	4,3530	4,3043	4,2730	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684	4,2692

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPIPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 25	4Q 25	1Q 26	2Q 26
PKB (% r/r)	3,7	3,6	3,6	3,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	4,3	4,0	3,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	4,6	7,6	8,5	11,5

Wyszczególnienie	X'25	XI'25	XII'25	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26
Inflacja (% r/r)	3,0	2,9	3,0	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	3,1	2,9	2,9	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,6	5,6	5,6	5,7	5,8	5,7	5,5	5,3	5,3	5,3	5,3	5,2
Stopa referencyjna NBP (%)	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 1W (%)	4,57	4,35	4,32	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10
WIBOR 1M (%)	4,68	4,38	4,33	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
WIBOR 3M (%)	4,54	4,40	4,35	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
WIBOR 6M (%)	4,47	4,35	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
WIBOR 12M (%)	4,38	4,35	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
POLSTR 1M (%)	4,46	4,19	3,94	3,75	3,69	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
POLSTR 3M (%)	4,70	4,45	4,23	4,04	3,98	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
POLSTR 6M (%)	4,95	4,75	4,57	4,35	4,23	4,15	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10
Obligacje SP 2Y (%)	4,25	4,25	4,25	4,22	4,22	4,21	4,21	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
Obligacje SP 5Y (%)	4,87	4,86	4,83	4,81	4,79	4,79	4,78	4,75	4,74	4,72	4,68	4,65
EURIBOR 1M (%)	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,90	1,91
EURIBOR 3M (%)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,01	2,01
EURIBOR 6M (%)	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,11	2,11	2,12
SOFR (%)	4,11	3,88	3,63	3,63	3,63	3,62	3,62	3,60	3,37	3,37	3,35	3,12
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6475	3,6481	3,6439	3,6473	3,6520	3,6521	3,6540	3,6561	3,6616	3,6642	3,6695	3,6781
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2672	4,2736	4,2772	4,2781	4,2975	4,2989	4,2901	4,2878	4,2853	4,2823	4,2822	4,2804

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Ewa Masztalerz

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.plE-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.