



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

5 września 2024

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynku finansowych  
+48 22 598 22 36

## Informacje na dziś

- **US:** Dziś o godz. 14:15 poznamy raport ADP o zatrudnieniu w Stanach Zjednoczonych w sektorze prywatnym. Według konsensusu prognoz wzrosło ono w październiku o 145 tys. m/m, po wzroście o 120 tys. m/m w lipcu. Dane ADP poprzedzają publikację najważniejszych danych - zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tzw. non-farm payrolls). Zaznaczamy jednak, że zależność pomiędzy tymi danymi bywała bardzo luźna. Niemniej duża niespodzianka w górę lub w dół zapewne zwiększy zmienność rynkową, gdyż może wpływać na krótkookresowe oczekiwania co do działań Fed.
- **PL:** Na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A. Głapińskiego po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, która zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego. W wywiadzie udzielonym 20 sierpnia prezes mówił, że „nie można wykluczyć dyskusji o dostosowaniu polityki pieniężnej przed 2026 r., a więc wcześniej niż wyraźnie sygnalizował na ostatniej konferencji po posiedzeniu w lipcu. Nie sądzimy, aby przez kilkanaście dni retoryka prezesa uległa kolejnej istotnej zmianie, a najciekawsze, naszym zdaniem, kwestie będą dotyczyły oddziaływania planów budżetowych na 2025 r. na perspektywy polityki pieniężnej w przyszłym jak i następnym latach.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wyliczenie za sierpień indeksu ISM dla amerykańskich usług. Według konsensusu prognoz wyniesie on 51,1 pkt wobec 51,4 pkt w lipcu. Na indeks składa się kilka komponentów i wydaje nam się, że najbardziej interesujące będą dotyczyły zatrudnienia oraz tendencji w cenach.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na dotychczasowym poziomie. Wrzesień jest zatem już 12 miesiącem, kiedy stopa referencyjna NBP kształtuje się na poziomie 5,75%. Komunikat po decyzji, w naszych oczach, nie wpływa na oczekiwania co do polityki pieniężnej w Polsce. Wydaje nam się, że najwcześniejszą przestrzeń do obniżek stóp procentowych może pojawić się w 2Q 2025, gdy inflacja, powinna już znaleźć się w trendzie spadkowym i członkowie RPP będą dysponować prognozami na 2027 r. Na ten moment trudno jest nam powiedzieć, jak długo Rada będzie chciała upewnić się, że inflacja zbiega do celu inflacyjnego. Naszym zdaniem, dogodnym momentem do cięcia stóp procentowych byłaby publikacja nowej projekcji makroekonomicznej w lipcu 2025, o ile jej wymowa by na to pozwalała. Perspektywy gospodarki, w naszej ocenie, nie dają znaczącej przestrzeni do cięć stóp proc. w 2025 r. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że w II poł. 2025 r. stopy procentowe NBP zostaną obniżone łącznie o 75 pkt baz., a więc mniej niż obecna wycena rynkowa (łącznie cięcia o 150 pkt. baz.).
- **PL:** Główny Urząd Statystyczny opublikował wczoraj dane o medianie płac w gospodarce narodowej dla okresu styczeń-marzec br. W marcu mediana miesięcznego wynagrodzenia brutto wyniosła 6549,22 zł, a więc była o 24% niższa niż płaca średnia (8604,72 zł). Na razie dane obejmują tylko 3 obserwacje i są przedstawiane z dużym opóźnieniem, aczkolwiek i tak jest to wielka poprawa, gdyż do tej pory medianę płac w gospodarce mogliśmy poznać w formie danych dla całego roku i tylko co dwa lata.

## Rynki na dziś

Bez wątplenia wydarzeniem dnia dla krajowych aktywów będzie konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego podsumowująca zakończone wczoraj posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Pytaniem otwartym pozostaje narracja A. Głapińskiego, która w okresie wakacyjnym ulegała istotnym modyfikacjom. Tym bardziej w świetle coraz bardziej agresywnych oczekiwań dotyczących skali łagodzenia polityki monetarnej przez największe banki centralne. Ostatnie słabsze dane z USA (w tym wczorajsze JOLTSy) niemal zrównały rynkowe prawdopodobieństwo cięcia stóp procentowych o 25 i 50 pkt. baz. (odpowiednio 55% i 45%). Póki co jednak złoty zachowuje spokój oscylując wokół poziomu 4,27. Dziś w ramach emisji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Bank Gospodarstwa Krajowego zaoferuje papiery serii FPC0328, FPC0631, FPC0733 i FPC0342 ze skromną podażą minimalną na poziomie 0,25 mld PLN.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2761	-0,1%
USD/PLN	3,8588	-0,5%
CHF/PLN	4,5489	-0,2%
EUR/USD	1,1078	0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	1
WIBOR 3M	5,86	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,72	-3
5Y	5,11	-5
10Y	5,32	-8

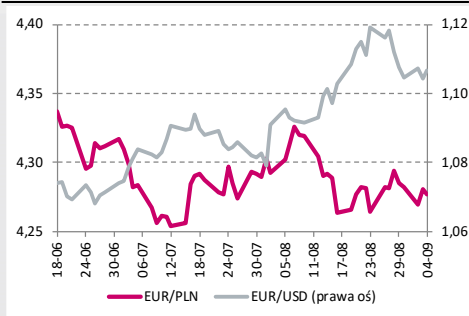
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,03	-5
5Y	4,51	-5
10Y	4,57	-7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,21	-5
US 10Y	3,79	-5

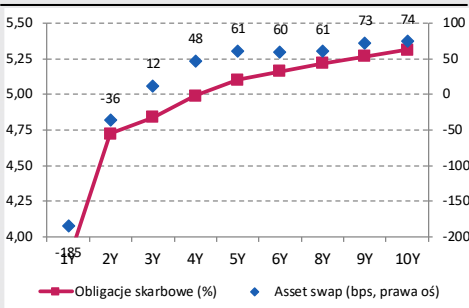
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84515,9	-0,3
S&P 500	5520,1	-0,2
Nikkei 225	36657,1	-1,1

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

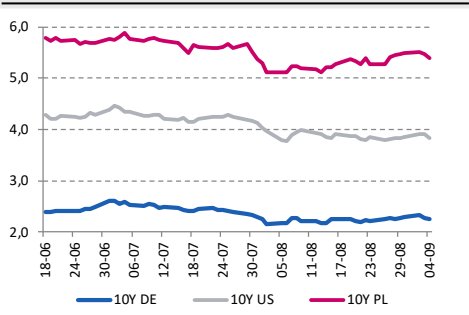
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



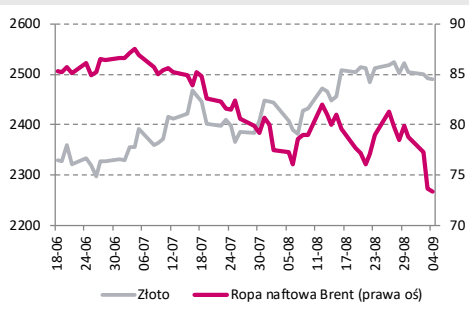
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Wczoraj tak jak zakładaliśmy, ale i tak jak wyglądały poprzednie sesje w wykonaniu EUR/PLN wycena złotego do euro pozostawała wyjątkowo stabilna tj. skupiona wokół poziomu 4,28. Niezmiennie zatem od połowy sierpnia notowania EUR/PLN poruszają się w zawężonym - w stosunku do nadrzędnego, kilkumiesięcznego przedziału 4,24 - 4,31 PLN za EUR - trendu horyzontalnego. W ostatnich tygodniach zmiany polskiej waluty nie wykraczają poza ramy 4,26 - 4,30. Złotemu brakuje impulsów za zmiennością i takim też nie była wczorajsza decyzja Rady Polityki Pieniężnej o stabilizacji stóp procentowych dwunasty miesiąc z rzędu. Była ona bowiem powszechnie oczekiwana. Sytuację nieznacznie zmienić może dzisiejsza konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego. Naszym zdaniem nie będzie ona jednak skutkowała wybicie złotego z opisywanych wcześniej ram. To mogłoby się zadziać najwcześniej w piątek wraz z publikacją danych z amerykańskiego rynku pracy, o ile okazałyby się one wyraźnie gorsze od oczekiwań (ryzyko wybicia kursu EUR/PLN powyżej poziomu 4,31). Na krajowym rynku długu za nami sesja solidnych spadków dochodowości związanych z dalszym nasileniem oczekiwań na cięcia stóp procentowych w Polsce. Obecnie rynek kontraktów FRA zakłada cięcie kosztu pieniądza w 2025 roku o 150 pkt. baz.

## Rynki zagraniczne

O ile kurs EUR/USD pozostawał wczoraj względnie stabilny i oscylował wokół poziomu 1,1070 tak najciekawiej prezentowały się notowania rentowności obligacji na bazowych rynkach długu. Rynek spadkiem dochodowości (drugi dzień z rzędu) zareagował między innymi na wczorajsze rewizje w dół finalnych danych o usługowym indeksie PMI dla strefy euro, czy JOLTs'ów (dane rynku pracy) ze Stanów Zjednoczonych. Wśród uczestników rynku - na tydzień przed posiedzeniem Fed - narasta przekonanie o możliwej konieczności coraz bardziej agresywnych cięć stóp procentowych. Podobnie rzecz się ma dla oczekiwań w przypadku Europejskiego Banku Centralnego.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 30 sierpnia						
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Sierpień	4.2%	4.3%	4.2%	
Poniedziałek 2 września						
Dzień wolny - Święto Pracy						
09:00 PMI dla przemysłu	Polska	Sierpień	47.3	47.8	47.1	47.1
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Sierpień	43.2	42.4	42.1	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Sierpień	45.8	45.8	45.6	
Wtorek 3 września						
15:45 Indeks PMI dla przemysłu fin.	USA	Sierpień	49.6	47.9	48.0	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Sierpień	46.8	47.2	47.6	
Środa 4 września						
03:45 Indeks Caixin PMI dla usług	Chiny	Sierpień	52.1	51.6	52.1	
<b>Decyzja ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Sierpień	52.5	51.2	51.4	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Sierpień	51.9	52.9	53.3	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Lipiec	-3.3%	-2.1%	-2.5%	
14:30 Bilans handlu zagranicznego	USA	Lipiec	-73.1 mld	-78.8 mld	-74.5 mld	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Lipiec	7.91 mln	7.67 mln	8.1 mln	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Lipiec	-3.3%	5.0%	4.6%	
20:00 Beżowa Księga	USA	Wrzesień				
Czwartek 5 września						
08:00 Zam.w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Lipiec	4.6%	2.9%	-1.5%	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m s.a.	EZ	Lipiec	-0.3%			
15:00 <b>Wystąpienie prezesa NBP</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>				
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Sierpień	55.0		55.2	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Sierpień	51.4		51.6	
Piątek 6 września						
08:00 Produkcja przemys. m/m s.a.	Niemcy	Lipiec	1.4%		-0.2%	
11:00 PKB r/r s.a. fin.	EZ	2Q	0.4%		0.6%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Sierpień	114 tys.		160 tys.	
Poniedziałek 9 września						
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Sierpień	0,5%			
10:30 Indeks Sentix	EZ	Wrzesień	-13.9			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet