



# 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

4 września 2025

## Informacje na dziś

- PL:** Dziś o godz. 15 odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, na której przedstawi uzasadnienie decyzji Rady oraz zaprezentuje aktualną ocenę sytuacji makroekonomicznej. Szczególnie interesujące będzie ewentualne odniesienie się do projektu budżetu państwa na przyszły rok, w którym założono utrzymanie wysokiego deficytu fiskalnego. Wyższy niż wcześniej założono będzie deficyt sektora general government także w tym roku, który ma wzrosnąć do 6,9% PKB. Utrzymanie luźnej polityki fiskalnej zwiększa ryzyko dla scenariusza wolniejszych cięć stóp procentowych.
- US:** Dziś o godzinie 14:15 opublikowany zostanie sierpniowy raport ADP informujący o zmianie zatrudnienia w amerykańskim sektorze prywatnym. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost o 65 tys. po wzroście o 104 tys. w lipcu. Raport może być odbierany jako wskazówka co do danych o zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym publikowanych w piątek. O godz. 16.00 natomiast opublikowany zostanie indeks ISM w amerykańskim sektorze usług, który według konsensusu Bloomberg'a ma wzrosnąć w sierpniu do 51,0 pkt. z 50,1 pkt. miesiąc wcześniej. Szczególnie interesujące będą komponenty zatrudnienia oraz cen płaconych.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pkt baz. Stopa referencyjna spadła do 4,75%. Jest to trzecia w tym roku obniżka oprocentowania. Od pierwszej decyzji w maju, stopy procentowe w Polsce spadły o łącznie 100 pkt baz. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami. Głównym argumentem za cięciem jest poprawa perspektyw inflacji i jej powrót do przedziału celu NBP. Rada kolejny raz użyła w komunikacie sformułowanie wskazujące na dostosowanie stóp proc. do aktualnych uwarunkowań makroekonomicznych. Sugeruje to wstrzymanie się z kolejnym ruchem RPP co najmniej do listopada, kiedy RPP zapozna się z nową projekcją makroekonomiczną. Istotna dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach będzie też opinia RPP do projektu przyszłorocznego budżetu. Szczególnie, że RPP zwróciła uwagę, iż czynnikami ryzyka dla inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu konsumpcyjnego oraz podwyższona dynamika płac. Spadek inflacji do przedziału celu NBP wspiera oczekiwania na stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy nasz scenariusz spadku stopy referencyjnej do 4,50% na koniec tego roku i do 3,50% do końca 2026 r.
- US:** Liczba wakatów wg JOLTS spadła w lipcu do 7,181 mln z 7,357 mln w czerwcu. Wynik był niższy od konsensusu prognoz na poziomie 7,373 mln. Dodatkowo, dane za czerwiec zostały zrewidowane w dół. Odczyt można odbierać jako oznakę słabnięcia amerykańskiego rynku pracy i częściową realizację ryzyk, o których wspominał J. Powell podczas przemówienia w Jackson Hole, i tym samym ugruntowuje on oczekiwania na cięcie stóp o 25 pkt baz. na posiedzeniu Fed we wrześniu. Niemniej dużo większe znaczenie z punktu widzenia rynkowych oczekiwań będzie miał odczyt non-farm payroll publikowany w piątek.
- US:** Według finalnego odczytu zamówienia na dobra trwałego użytku spadły w USA w lipcu o 2,8% m/m, co jest zgodne ze wstępnym odczytem, który stanowił pozytywną niespodziankę. Po wyłączeniu środków transportu (bardzo zmiennego komponentu) sytuacja wygląda nieco lepiej, bo miał miejsce wzrost o 1,0% m/m.

## Rynki na dziś

Kurs EURUSD rozpoczyna dzień od stabilizacji w okolicy 1,165, a EURPLN ok. 4,251. Dziś w centrum uwagi uczestników rynku będzie konferencja prasowa prezesa NBP, która nada ton rynkowi na kolejne dni. Rynek wycenia 2 obniżki stóp proc. do końca roku, choć wybrani członkowie RPP zaczęli sygnalizować możliwość mniejszej liczby cięć. Prezydent USA D. Trump zapewnił, że Stany Zjednoczone nie tylko nie wycofają swoich wojsk z Polski, ale są gotowe zwiększyć ich obecność. Wypowiedzi zapewniające o trwałości zobowiązań w ramach art. 5 NATO powinny stabilizować złotego w długim terminie. D. Trump wyraził też wczoraj nadzieję, że Sąd Najwyższy szybko uchyli orzeczenie sądu niższej instancji o nielegalności podwyżki ceł, co w dłuższym terminie działałoby negatywnie na dolara.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4.2555 | -0.1% |
| USD/PLN     | 3.6448 | -0.1% |
| CHF/PLN     | 4.5383 | -0.1% |
| EUR/USD     | 1.1676 | 0.0%  |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 4.90 | 1     |
| WIBOR 3M        | 4.79 | -2    |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 4.34 | 1     |
| 5Y           | 4.88 | 0     |
| 10Y          | 5.50 | -1    |

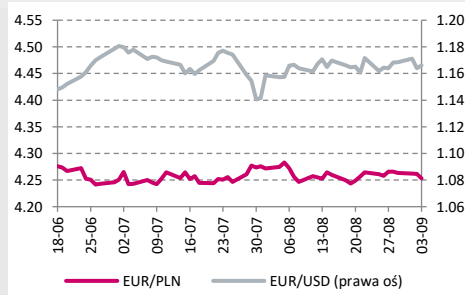
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 4.12 | 0     |
| 5Y      | 4.16 | 3     |
| 10Y     | 4.53 | -1    |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2.74 | -4    |
| US 10Y           | 4.22 | -4    |

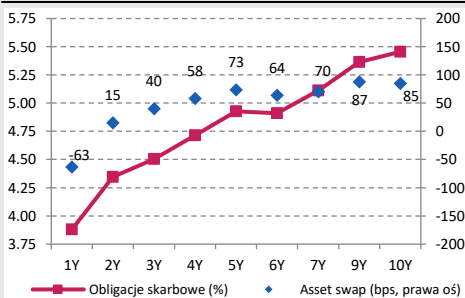
| Giełdy  | pkt.     | Δ % |
|---------|----------|-----|
| WIG     | 104459.0 | 0.5 |
| DAX     | 23594.8  | 0.5 |
| S&P 500 | 6448.3   | 0.5 |

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

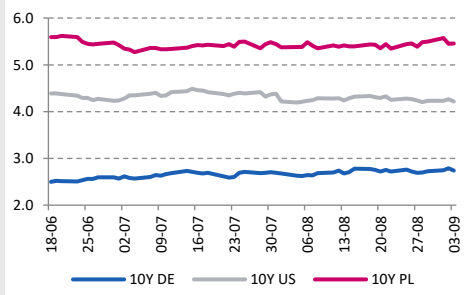
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



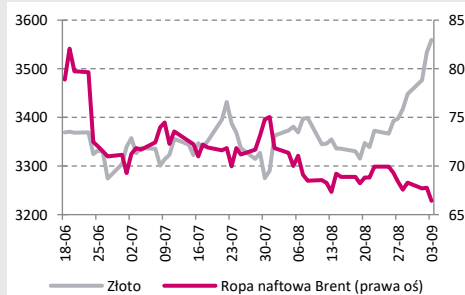
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Na krajowej giełdzie w trakcie śródowej sesji notowano wzrosty indeksów. Na wczorajszej sesji dominowała tendencja spadkowa na krajowym rynku stopy procentowej, choć zmiana w trakcie dnia była ograniczona. Na całej krzywej stopy swap obniżyły się o ok. 2 pb, w tym pewna reakcja nastąpiła po publikacji oficjalnego komunikatu. Lekko obniżyły się także długoterminowe stawki FRA. Rentowności obligacji niemal się nie zmieniły w trakcie dnia. Taka sytuacja miała miejsce mimo spadku rentowności niemieckich w ciągu dnia o 4-5 pb i spadków cen ropy. Rynek wycenia obecnie jeszcze jedną obniżkę stóp do końca roku, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. Złoty nie zareagował na redukcję stóp przez RPP zyskując marginalnie na wartości przez większość dnia do ok. 4,254, czemu mógł sprzyjać ruch wzrostowy na parze EURUSD. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji była zbliżona do ok. 5,50%, z niewielką zmianą wobec poprzedniego zamknięcia.

## Rynki zagraniczne

Rynki akcji w Europie zakończyły śródową sesję na plusach. Euro nieznacznie zyskiwało do dolara z ok. 1,163 do ok. 1,167. Negatywnie na dolara mógł oddziaływać słabszy odczyt danych z rynku pracy o dostępnych wakatach (JOLTS), które okazały się istotniejsze niż nieco słabszy od prognoz usługowy ISM dla strefy euro. Na bazowych rynkach długu doszło do umocnienia, a rentowności po osiągnięciu dosyć wysokich poziomów po wzrostach w ostatnich dniach obniżyły się o 3-7 pb. Wsparciem dla długu były nieco słabsze dane ze strefy euro i USA. W tym samym kierunku działały wypowiedzi C. Wallera z Fed, o tym, że Fed powinien obniżyć stopy procentowe na posiedzeniu we wrześniu, po którym nastąpi seria kolejnych obniżek stóp. Rynek wycenia prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu na ponad 90%. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wyniosła 2,74%, a francuskich ok. 3,58% (+4 pb d/d), a amerykańskich ok. 4,21%. Obniżyły się także rentowności francuskich obligacji do ok. 3,54% dla obligacji 10-letnich.

## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                                     | Kraj   | Okres    | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|---------------------------------------------------------|--------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 29 sierpnia                                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Inflacja CPI r/r wst.                             | Polska | Sierpień | 3.1%            | 2.8%          |                   | 2.9%                     |
| Poniedziałek 01 września                                |        |          |                 |               |                   |                          |
| Dzień wolny od pracy                                    | USA    | Sierpień |                 |               |                   |                          |
| 09:00 Indeks PMI dla przemysłu                          | Polska | Sierpień | 45.9            | 46.6          | 46.9              | 47.6                     |
| 10:00 PKB r/r fin.                                      | Polska | Q2       | 3.2%            | 3.4%          | 3.4%              | 3.4%                     |
| 10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.                     | EZ     | Sierpień | 49.8            | 50.7          | 50.5              |                          |
| 11:00 Stopa bezrobocia                                  | EZ     | Lipiec   | 6.3%            | 6.2%          | 6.2%              |                          |
| Wtorek 02 września                                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 11:00 Inflacja HICP r/r wst.                            | EZ     | Sierpień | 2.0%            | 2.1%          | 2.0%              |                          |
| 11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.                     | EZ     | Sierpień | 2.3%            | 2.3%          | 2.2%              |                          |
| 16:00 Indeks ISM dla przemysłu                          | USA    | Sierpień | 48.0            | 48.7          | 49.0              |                          |
| Środa 03 września                                       |        |          |                 |               |                   |                          |
| Decyzja RPP ws. stóp procentowych                       | Polska | Sierpień | 5.00%           | 4.75%         | 4.75%             | 4.75%                    |
| 10:00 Indeks PMI dla usług fin.                         | EZ     | Sierpień | 51.0            | 50.5          | 50.7              |                          |
| 11:00 Inflacja PPI r/r                                  | EZ     | Lipiec   | 0.6%            | 0.2%          | 0.1%              |                          |
| 16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin. | USA    | Lipiec   | -9.5%           | -1.3%         | -2.8%             |                          |
| 16:00 Liczba wakatów wg JOLTS                           | USA    | Lipiec   | 7.437 mln       | 7.181 mln     | 7.373 mln         |                          |
| 20:00 Beżowa księga Fed                                 | USA    | Wrzesień |                 |               |                   |                          |
| Czwartek 04 września                                    |        |          |                 |               |                   |                          |
| 09:00 Inflacja CPI r/r wst.                             | Czechy | Sierpień | 2.7%            |               | 2.5%              |                          |
| 14:15 Raport ADP                                        | USA    | Sierpień | 104 tys.        |               | 65 tys.           |                          |
| 15:00 Konferencja prezesa NBP                           | Polska | Wrzesień |                 |               |                   |                          |
| 16:00 Indeks ISM dla usług                              | USA    | Sierpień | 50.1            |               | 51.0              |                          |
| Piątek 05 września                                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.                   | Niemcy | Lipiec   | -1.0%           |               | 0.5%              |                          |
| 11:00 PKB kw/kw s.a. fin.                               | EZ     | Q2       | 0.1%            |               |                   |                          |
| 14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym      | USA    | Sierpień | 73 tys.         |               | 70 tys.           |                          |
| 14:30 Stopa bezrobocia                                  | USA    | Sierpień | 4.2%            |               | 4.3%              |                          |
| 14:30 Płaca godzinowa m/m                               | USA    | Sierpień | 0.3%            |               | 0.3%              |                          |
| Poniedziałek 08 września                                |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:30 Indeks Sentix                                     | EZ     | Sierpień | -3.7            |               |                   |                          |

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

**Millennium**  
bank