

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

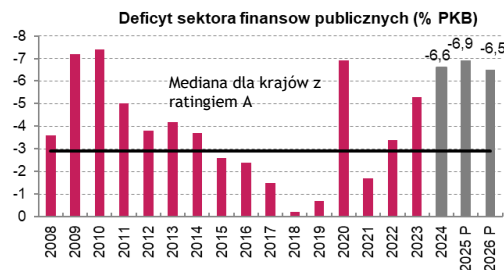
Grzegorz Maliszewski  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA  
Ekonomista

Andrzej Kamiński  
Ekonomista

Antoni Zalewski  
Analityk

## Wykres tygodnia



Źródło: Ministerstwo Finansów, Macrobond, Bank Millennium

W piątek agencja Fitch utrzymała długoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie A-, jednak jednocześnie zmieniła perspektywę na negatywną ze stabilnej. Analitycy agencji zwracają uwagę na perspektywę wyższych deficytów fiskalnych m.in. ze względu na uwarunkowania polityczne, które mogą utrudnić wdrażanie działań ograniczających deficyt, a jednocześnie brak wiarygodnej strategii konsolidacji fiskalnej.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Europejski Bank Centralny zapewne nie zmieni poziomu stóp procentowych

Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Decyzja odnośnie do parametrów polityki pieniężnej opublikowana będzie w czwartek. EBC najpewniej utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Na takie rozstrzygnięcie wskazuje dotychczasowa komunikacja europejskich bankierów centralnych po lipcowym posiedzeniu EBC. Taki wynik jest też powszechnie spodziewany przez ekonomistów oraz wyceniony przez rynki finansowe. Z tego też powodu szczególnie ciekawa będzie konferencja prasowa prezesa C. Legarde, w której inwestorzy będą doszukiwali się wskazówek co do przyszłych decyzji EBC. Pod tym samym kątem analizowane będą zaktualizowane prognozy makroekonomiczne dla strefy euro. W naszej ocenie EBC nie da jasnego sygnału co do kolejnych ruchów, uzależniając je od napływających danych. Zakładamy utrzymanie względnie jastrzębiej narracji, wskazującej na dogodną pozycję EBC dającą czas na dokładniejszą ocenę średniookresowych perspektyw inflacji, szczególnie w kontekście wpływu polityki celnej USA. Obecnie rynki finansowe wyceniają scenariusz stabilizacji stóp procentowych w strefie euro do końca tego roku.

### W USA uwaga inwestorów koncentrować się będzie na danych inflacyjnych

Zakończył się tydzień bogaty w dane z amerykańskiego rynku pracy. Zarówno liczba wakatów wg JOLTS, raport APD, raport Challengera, jak i najważniejsza figura ubiegłego tygodnia, czyli zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, zaskakiwały negatywnie. Non-farm payroll wyniósł w sierpniu zaledwie 22 tys., przy konsensusie wskazującym na 70 tys. To druga pokaźna i negatywna niespodzianka z rzędu. Spowolnienie na rynku pracy zdominowało rynkową narrację i ugruntowało oczekiwania na cięcie stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu Fed, które będzie miało miejsce w następnym tygodniu. Rozpoczynający się tydzień upłynie zaś, w naszej opinii, pod znakiem danych inflacji za sierpień. W środę opublikowana zostanie sierpniowa inflacja PPI, a w czwartek - CPI, w przypadku której konsensus prognoz wskazuje na wzrost do 2,9% r/r z 2,7% w lipcu. W piątek poznamy natomiast sierpniowy indeks Uniwersytetu Michigan, informujący o nastrojach konsumenckich. Dużą uwagę może przyciągnąć jego komponent pokazujący oczekiwania inflacyjne konsumentów. Odczyty dostarczą kolejnych informacji o tym, na ile podwyżki cen przekładają się na presję cenową i tym samym, ile przestrzeni na cięcie stóp procentowych będzie mieć Fed. Obecnie, według wyceny rynków finansowych, prawdopodobieństwo scenariusza trzech obniżek stóp proc. o 25 pkt baz. do końca tego roku wynosi ok. 70%.

### W piątek dane o saldzie na rachunku obrotów bieżących

W piątek o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje dane dotyczące bilansu płatniczego za lipiec. Według naszej prognozy saldo rachunku obrotów bieżących wyniesie -725 mln EUR, wobec nadwyżki 651 mln EUR odnotowanej w czerwcu. Konsensus prognoz wskazuje na deficyt w wysokości -352 mln EUR. W przypadku eksportu i importu towarów (dane te są częścią raportu o rachunku obrotów bieżących) oczekujemy wzrostu odpowiednio o 4,2% r/r oraz 0,5% r/r. Zrealizowanie się tych prognoz wskazywałoby na obraz poprawiającego się stopniowo eksportu oraz słabszego wzrostu importu, będącego m.in. efektem niższych cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych. Utrwalenie wzrostu eksportu to jednak kwestia dalszej perspektywy, ze względu na oczekiwaną jedynie powolną poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro. Dane nie powinny istotnie wpłynąć na zmienność na rynkach finansowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2498	-0.3%
USD/PLN	3.6239	-0.3%
CHF/PLN	4.5516	-0.1%
EUR/USD	1.1727	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.86	-13
WIBOR 3M	4.75	-7

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.28	-7
5Y	4.86	-7
10Y	5.43	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.07	-5
5Y	4.11	-4
10Y	4.49	-4




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.67	-8
US 10Y	4.09	-14

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106848.0	2.8
DAX	23747.2	-1.2
S&P 500	6481.5	-0.3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

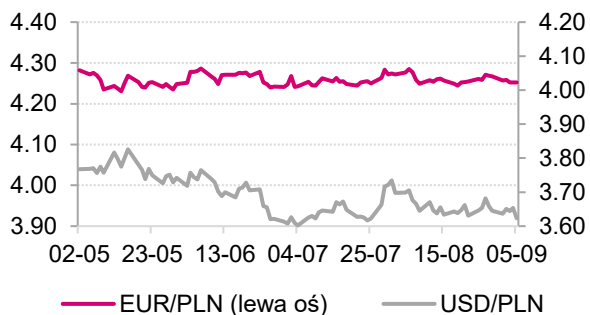
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Miniony tydzień nie różnił się względem kilku poprzednich. Kurs EURPLN pozostawał względnie stabilny oscylując w przedziale 4,25-4,275. Obniżka stóp procentowych przez RPP czy publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy w USA pozostały bez wpływu na krajowy rynek walutowy. W tym tygodniu zakładamy, że może mieć miejsce podobna sytuacja. Widzimy niewielki potencjał do umocnienia złotego w związku z założeniem lekkiego wzrostu kursu EURUSD i utrzymania historycznej ujemnej korelacji kursów EURPLN i EURUSD. Z drugiej strony ruch wzrostowy EURUSD wynika bardziej ze słabości dolara i amerykańskiej gospodarki co wskazuje na raczej ograniczony potencjał do umocnienia złotego. Ograniczać potencjał do umocnienia złotego powinna rewizja w dół perspektywy ratingu przez Fitch. Kurs EURPLN nie powinien pokonać poziomów wsparcia na poziomie ok. 4,225.
USD/PLN 	W najbliższych dniach USDPLN może lekko się obniżyć w kierunku 3,60 przy potencjale do spadku kursu EURPLN oraz wzrostu kursu EURUSD. Istotne poziomy oporu to ok. 3,68, a wsparcia to ok. 3,58.
EUR/USD 	Notowania kursu EURUSD pozostały względnie stabilne w minionym tygodniu podobnie jak w całym poprzednim miesiącu. Początek tygodnia stał pod znakiem umocnienia dolara do euro do ok. 1,163, a koniec tygodnia przyniósł powrót powyżej 1,17 w reakcji na słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Słabe dane z USA mogą nadać ton zachowaniu tej pary walutowej na początku kolejnego tygodnia wywierając presję na dolara. Z drugiej strony w poniedziałek zaplanowano głosowanie nad wotum zaufania dla rządu francuskiego, który chciałby jednocześnie uzyskać poparcie dla planu przyszłorocznego budżetu. Poza tym w centrum uwagi będzie posiedzenie EBC. Raczej nie przyniesie ono istotnych niespodzianek. Rynek wycenia, że EBC już niemal zakończył cykl obniżek stóp procentowych, a przy lekkim ruchu wzrostowym na rynku stopy możliwy jest pozytywny wpływ na euro. Koniec tygodni będzie prawdopodobnie zdominowany przez oczekiwania na obniżkę stóp USA na posiedzeniu w kolejnym tygodniu. Kurs EURUSD może podążać w kierunku 1,18.

## Rynek obligacji

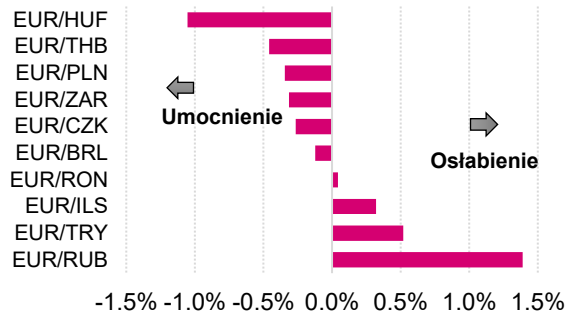
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W minionym tygodniu krótkoterminowe stawki FRA obniżyły się o 1-11 pb, w większym stopniu dla krótkoterminowych FRA, a IRS o 3- 5 pb. Rentowności obligacji spadły o 2-16 pb, przy lekkim ruchu w dół rentowności niemieckich i mocniejszym w przypadku długu amerykańskiego. Do tendencji zniżkowej w kraju przyczyniła się obniżka stóp procentowych przez RPP o 25 pb oraz komunikacja RPP. Choć zasadniczo ton prezesa A. Glapińskiego był mało gołębi, to pod koniec swojej wypowiedzi zasygnalizował, że o ile ceny energii zostaną zamrożone w ostatnim kwartale dojdzie do kolejnej obniżki stóp w tym roku co utrwaliło oczekiwania na dalsze obniżki stóp w tym roku. Rewizja perspektyw ratingu przez Fitch do negatywnej z neutralnej pod koniec minionego tygodnia powinna wywierać presję na spready asset swap. Krajowy rynek wycenia ponad 2 obniżki stóp do końca roku co sugeruje, że przestrzeń do korekty krótkoterminowych stawek w górę. W tą stronę mogą działać wypowiedzi W. Janczyka o przestrzeni do jednej obniżki stóp w tym roku czy H. Wnorowskiego o tym, że polityka pieniężna powinna być restrykcyjna, aby uniknąć podwyżek stóp. W kierunku wyższych rentowności może działać aukcja długu oraz sytuacja na rynkach europejskich wobec głosowania nad wotum zaufania dla rządu francuskiego oraz komunikacji EBC.
10Y DE (%) 	Rentowności niemieckich obligacji obniżyły się o kilka punktów bazowych i nieco mniejszym spadku FRA dla euro. Początek tygodnia stał pod znakiem lekkich wzrostów rentowności, ale dalsza część tygodnia przyniosła spadki przy trochę słabszym odczycie PMI dla strefy euro i prawdopodobnie pod wpływem ruchu na krzywej amerykańskiej. Rynek niemiecki wciąż pozostaje w wąskim przedziale wahań od maja z lekką tendencją wzrostową wobec oczekiwań na pakiet fiskalny. Względnie mało gołębi EBC oraz potencjalnie nieudane głosowanie nad wotum zaufania dla francuskiego rządu może utrzymać lekką tendencję wzrostową dla niemieckiego długu z rosnącymi spreadami do Francji. W podobną stronę będzie działać wzrost cen ropy po niewielkiej podwyżce produkcji ropy.
10Y US (%) 	Spadek rentowności amerykańskich był minionym tygodniu głębszy niż w przypadku długu strefy euro. To efekt słabszych danych ISM, wypowiedzi C. Wallera z Fed, o tym, że Fed powinien obniżyć stopy procentowe na posiedzeniu we wrześniu, po którym nastąpi seria kolejnych obniżek stóp oraz pogorszenie w danych o zatrudnieniu poza rolnictwem. Początek tygodnia może przynieść korekcyjny ruch w górę, co może być wsparte przez odbicie inflacji w USA. Pod koniec tygodnia rynek amerykański powinien się już szykować do obniżki stóp na przyszłotygodniowym posiedzeniu Fed.

## Wykresy rynkowe

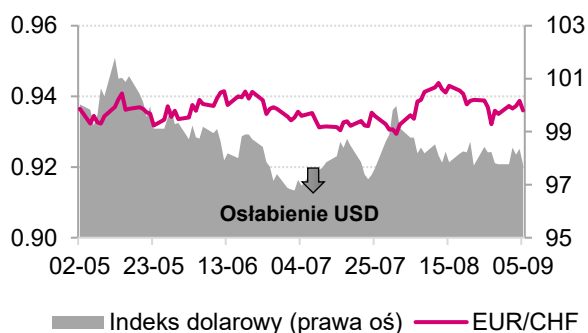
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



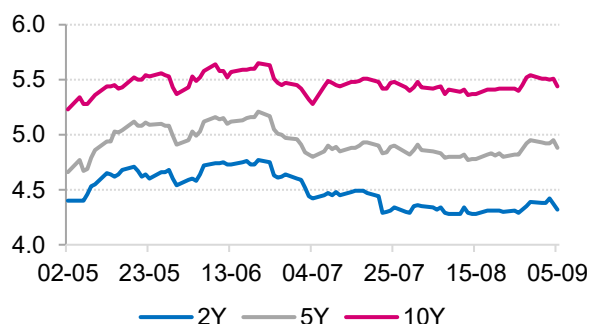
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



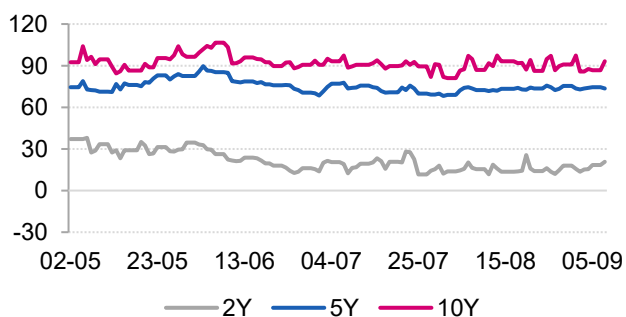
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



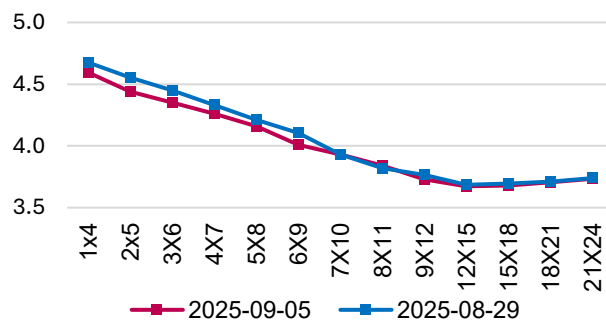
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



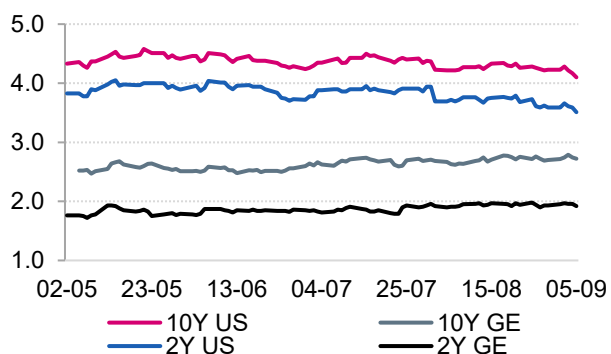
Krajowe stawki asset swap [%]



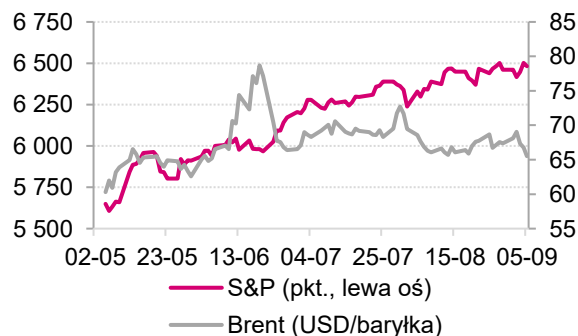
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 08 września</b>					
Głosowanie and wotum zaufania dla rządu	Francja	Wrzesień			
00:00 Eksport r/r	Chiny	Sierpień	7.2%	5.0%	
00:00 Import r/r	Chiny	Sierpień	4.1%	3.0%	
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Lipiec	-1.9%	1.0%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-3.7	-2.8	
<b>Wtorek 09 września</b>					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Sierpień	4.3%	4.3%	
<b>Środa 10 września</b>					
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Sierpień	-3.6%	-2.9%	
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Sierpień	0.0%	-0.2%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Wrzesień			
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Sierpień	3.3%		
<b>Czwartek 11 września</b>					
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Sierpień	7.84%		
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depozytowa)	EZ	Sierpień	2.00%	2.00%	2.00%
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Sierpień	3.1%		
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Sierpień	2.7%		
14:45 Konferencja prasowa prezeski EBC Ch.Lagarde	EZ	Wrzesień			
<b>Piątek 12 września</b>					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Sierpień	2.2%	2.2%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Lipiec	651 mln	-352 mln	-725 mln
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Sierpień	58.2		
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Sierpień	4.8%		
<b>Poniedziałek 15 września</b>					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Sierpień	3.1%	2.8%	

## Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>PKB</b>	% r/r	0.2	2.9	3.4	3.4	3.2	3.4	3.5	3.7	3.7	3.5	3.4	3.5
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.1	5.1	5.6	5.6	5.3	5.2	5.5	5.6	5.8	5.5	5.5	5.6
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.7	2.8	4.9	4.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.6	2.7
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	82.0	79.7	69.3	67.0	74.8	66.5	69.0	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	5.75	5.75	4.50	3.50	5.75	5.25	4.75	4.50	4.25	3.75	3.50	3.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	5.80	5.82	4.60	3.60	5.85	5.35	4.85	4.60	4.35	3.85	3.60	3.60
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	5.88	5.84	4.52	3.64	5.84	5.23	4.81	4.52	4.20	3.75	3.64	3.64
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	5.82	5.80	4.34	3.70	5.76	5.04	4.71	4.34	3.94	3.74	3.71	3.70
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.35	4.27	4.30	4.35	4.18	4.24	4.28	4.30	4.35	4.35	4.35	4.35
<b>USD/PLN</b>	k.o.	3.94	4.10	3.66	3.69	3.86	3.62	3.66	3.66	3.67	3.69	3.69	3.69
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.10	1.04	1.18	1.18	1.08	1.17	1.17	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	3.91	2.71	1.83	1.83	2.34	1.94	1.88	1.83	1.83	1.83	1.83	1.83
<b>SOFR 3M</b>	%, k.o.	5.36	4.69	3.84	2.80	4.35	4.34	4.24	3.84	3.35	2.88	2.80	2.80

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
 Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.