

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



W tym tygodniu uwagę rynków światowych będzie przekuwać posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Powszechne oczekiwania wskazują na obniżkę podstawowej stopy procentowej o 25 pkt baz. do przedziału 4,00-4,25% w reakcji na słabnący rynek pracy. Kluczowe będą uaktualnione oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp proc., a także retoryka konferencji przewodniczącego J.Powella. Będą one weryfikować obecną góletnią wycenę rynkową stóp proc. Fed.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Fed na kursie obniżki stóp proc. z powodu wyraźnie słabnącego rynku pracy

W tym tygodniu globalna uwaga inwestorów skupi się na posiedzeniu Rezerwy Federalnej. Zarówno konsensus ekonomistów, jak i wyceny rynkowe wskazują na pierwszą w tym roku obniżkę stóp procentowych o 25 pb, co sprowadziłoby przedział dla stopy funduszy federalnych do 4,00-4,25%. Rynek dopuszcza też 10% szans na cięcie o 50 pb. Głównym powodem oczekiwanej decyzji jest pogarszająca się sytuacja na rynku pracy - dane z sektora pozarolniczego oraz ich rewizje w dół za ostatnie miesiące wskazują na stagnację zatrudnienia. Powoli rośnie też bezrobocie przy kurczącej się liczbie wakatów. Choć inflacja wciąż przekracza cel, głównie z powodu wyższych cel importowych, Fed musi uwzględnić ryzyka dla obu mandatów - stabilności cen, ale i zatrudnienia. Rosnące ryzyka dla rynku pracy potwierdziła retoryka przewodniczącego Fed Jerome'a Powella podczas konferencji w Jackson Hole. Kluczowe będą nowe prognozy, zwłaszcza wykres dot-plot prezentujący oczekiwania amerykańskich bankierów centralnych co do stóp proc. W czerwcu mediana wskazywała na dwie obniżki w 2025 r. i jedną w 2026 r., ale w świetle danych z rynku pracy oczekiwania te mogą zostać zrewidowane w dół. Obecnie rynek wycenia trzy cięcia w 2025 r. i kolejne trzy w 2026 r., co sprowadziłoby stopy do przedziału 2,75-3,00%. Na konferencji po posiedzeniu oczekujemy od Powella retoryki z naciskiem na ryzyka dla rynku pracy, choć nadal ostrożnej. Zarówno ton wypowiedzi, jak i nowy dot-plot będą kluczowe dla weryfikacji rynkowych oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych. Jeśli Fed zasygnalizuje mniejszą skalę luzowania niż obecna wycena, może to wywołać korektę na rynku amerykańskich aktywów. W tym tygodniu swoje posiedzenia odbędzie też Bank Anglii (czwartek) oraz Bank Japonii (piątek). W ich przypadku, w przeciwieństwie do Fed, oczekuje się w stabilizacji stóp proc.

### W tym tygodniu poznamy krajowe dane za sierpień o produkcji i rynku pracy

W czwartek opublikowany zostanie szereg sierpniowych danych z krajowej gospodarki. Odczyty z rynku pracy (zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw) naszym zdaniem potwierdzą trwającą korektę popytu na pracę, chociaż dynamika płac dalej będzie podwyższona (wg naszej prognozy zmiana przeciętnego wynagrodzenia wyniesie 7,8% r/r wobec średnio 8,9% r/r w 2Q 2025). W przypadku produkcji przemysłowej nasza prognoza wskazuje na spowolnienie wzrostu do tylko 0,2% r/r z 2,9% r/r w lipcu, choć za słabszymi danymi przemawia przede wszystkim negatywna różnica r/r w liczbie dni roboczych. Konsensus prognoz jest tutaj nieco bardziej optymistyczny i wynosi 1,0% r/r. Dla produkcji budowlano-montażowej prognozujemy zaś wzrost o 1,1% r/r. W naszej opinii publikowane dane potwierdzą stabilny wzrost gospodarczy i dalsze łagodne spowolnienie na rynku pracy w 3Q, co pozwala na umiarkowane luzowanie polityki monetarnej. W związku z tym dane nie powinny zmieniać oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych w Polsce (spodziewamy się jeszcze jednego cięcia o 25 pkt baz. w tym roku).

### Czy agencja Moody's pójdzie śladem Fitch?

W piątek agencja ratingowa Moody's ogłosi wynik regularnego przeglądu oceny wiarygodności kredytowej Polski. Obecnie rating Moody's dla zadłużenia zagranicznego Polski w walucie obcej jest na poziomie A2 z perspektywą stabilną. Zakładamy, że rating Polski nie ulegnie zmianie. Niemniej, po obniżeniu przez Fitch perspektywy ratingu Polski do negatywnej, podobna decyzja możliwa jest także w przypadku Moody's. Byłby to kolejny sygnał wskazujący na zaniepokojenie agencji ratingowych tempem narastania długu publicznego, a jednocześnie brakiem strategii odwracającej ten trend. Jest to szczególnie istotne ze względu na perspektywę wyborów parlamentarnych w 2027 r. Wpływ decyzji agencji na krajowy rynek finansowy nie powinien być jednak silny.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2533	0.1%
USD/PLN	3.6283	0.1%
CHF/PLN	4.5548	0.1%
EUR/USD	1.1725	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.81	-5
WIBOR 3M	4.73	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.33	5
5Y	4.86	-7
10Y	5.45	3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.07	-5
5Y	4.10	-5
10Y	4.45	-8




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.67	0
US 10Y	4.08	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106413.2	0.8
DAX	23698.2	0.4
S&P 500	6584.3	1.6




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

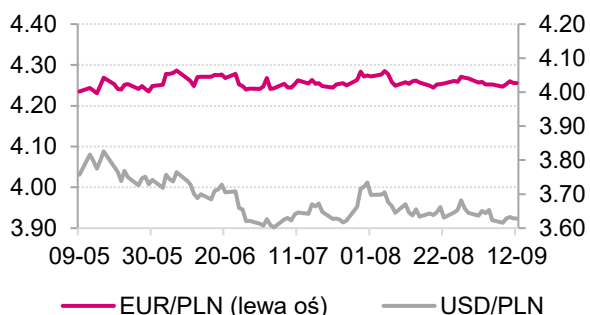
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W minionym tygodniu podobnie jak w poprzednich kurs złotego do euro pozostawał w bardzo wąskim przedziale wahań 4,245-4,265. Nie wpłynęły na niego słabsze dane o obrotach bieżących za lipiec, a specjalnej presji nie wywierały też ruchy kursu EURUSD, który nie zmienił się w trakcie tygodnia. Wpływ spadających rosyjskich dronów na terytorium polski miał także ograniczony wpływ na złotego (reakcja 1-2 grosze). Sądzymy, że taka sytuacja utrzyma się w także w najbliższych dniach. Potencjalnie lekkie umocnienie euro do dolara daje pewną przestrzeń do spadku kursu EURPLN, ale nie zakładamy by była duża. Uczestnicy rynku będą oczekiwać na decyzję Moody's w sprawie ratingu, i choć nie oczekujemy zmiany perspektywy to negatywny ruch agencji mógłby nieznacznie osłabić złotego. Poziomy wsparcia dla kursu EURPLN to ok. 4,23, a oporu to ok. 4,28.
USD/PLN 	W najbliższych dniach USDPLN może lekko się obniżyć w kierunku 3,60 przy wzrostowym ruchu kursu EURUSD i stabilizacji EURPLN. Przedział 3,59-3,60 jest też wsparciem dla kursu USDPLN, a opór jest zbliżony do ok. 3,66.
EUR/USD 	Od początku sierpnia kurs EURUSD pozostaje stosunkowo stabilny z lekką tendencją wzrostową. Wsparciem dla euro mógł być wybór nowego premiera Francji, który ma trochę czasu na przepracowanie bardziej restrykcyjnego budżetu na przyszły rok. Decyzja EBC w sprawie stóp procentowych i towarzysząca jej komunikacja miały ograniczony wpływ na euro. Z kolei negatywnie na dolara wpływały słabsze dane z rynku pracy w USA (po słabszych danych o liczbie nowych bezrobotnych wyższa od prognoz była liczba nowych bezrobotnych) oraz rosnące oczekiwania na obniżkę stóp przez Fed w tym tygodniu. Zakładamy, że to będzie główne wydarzenie tygodnia, a utrzymanie gołębiej komunikacji Fed zgodnie z sygnalizacją z Jackson Hole, szczególnie w kontekście słabnącego rynku pracy może utrzymać presją na dolara. Podtrzymujemy oczekiwania, że kurs EURUSD może podążyć w kierunku oporu w pobliżu 1,18.

## Rynek obligacji

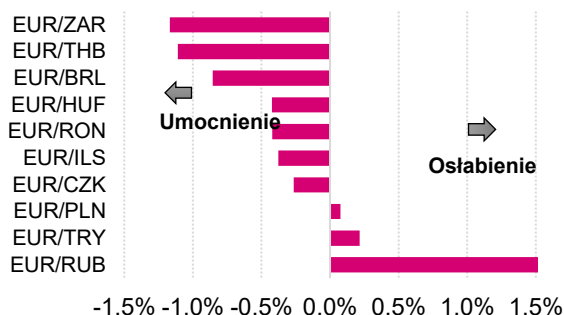
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Miniony tydzień stał pod znakiem niewielkich zmian na krajowym rynku stopy procentowej. Tygodniowa zmiana stawek IRS ograniczyła się do ok. 1-3 pb, skala spadku stawek FRA ograniczyła się do ok. 5 pb, a rentowności obligacji wzrosły do 5 pb. Takie zmiany miały miejsce przy względnie niewielkim wzroście rentowności niemieckich i amerykańskich mimo mało gołębiego tonu komentarzy członków RPP. Aukcja długu przypadła na dzień wtargnięcia na terytorium kraju rosyjskich dronów co przełożyło się na lekki wzrost rentowności o ok. 5 pb. W tym tygodniu zaplanowano aukcję zamiany co powinno mieć ograniczony wpływ na rynek stopy procentowej, podobnie wpływ osłabienia produkcji przemysłowej i przyspieszenia płac powinny się znosić, a istotna dla rynku może być decyzja Moody's w sprawie ratingu. Istotne będzie też zachowanie rynków bazowych, natomiast w perspektywie najbliższego tygodnia zmiany mogą być ograniczone.
10Y DE (%) 	Stawki FRA dla euro rosły o 4-12 pb w tym mocniej na długim końcu krzywej. Rentowności niemieckich obligacji wzrosły w minionym tygodniu o 5-8 pb, analogicznie rosły lekko rentowności obligacji francuskich. Zmienność rentowności niemieckich była podwyższona w okolicy konferencji prezes C. Lagarde, która brzmiała mało gołębio sugerując, że czas dezinflacji się zakończył. W piątek Fitch obniżył rating Francji do A+ z AA- (efekt pogorszenia ścieżki długu bez widocznych perspektyw poprawy, fragmentacja polityczna) z perspektywą stabilną, co może przyczyniać się do dalszego wzrostu dysparytetu rentowności francuskich i niemieckich oraz słabszego zachowania francuskich papierów także wobec obligacji krajów południa Europy (podwyżki ratingów Portugalii do A, Hiszpanii do A+, Włoch do BBB+). W kierunku umocnienia długu niemieckiego może działać słabszy indeks ZEW i decyzja Fed. Bliskość końca cyklu obniżek w strefie euro i pakiet fiskalny w Niemczech może ograniczać perspektywę wypłaszczania krzywej w najbliższym czasie poprzez umocnienie długu.
10Y US (%) 	W USA notowano lekkie stromienie krzywej FRA i lekkie płaszczenie krzywej obligacji. Długoterminowe rentowności kierowały się dół przez większość tygodnia z ruchem w górę pod koniec tygodnia. Do ruchu w dół przyczyniały się słabsze dane z rynku pracy i oczekiwania na obniżkę stóp procentowych, a spadkowa tendencja 10-letnich rentowności trwa od połowy maja. Początek tygodnia może przynieść lekką techniczną korektę w górę, ale jej zakres nie powinien być duży ze względu na oczekiwaną obniżkę stóp ze strony Fed. Korekta w górę mogłaby być większa jeśli komunikacja J. Powella byłaby mniej gołębia niż zakłada rynek, który wycenia 3 obniżki stóp do końca roku i znacznie szybsze redukcje stóp niż wskazuje poprzednia projekcja Fed.

## Wykresy rynkowe

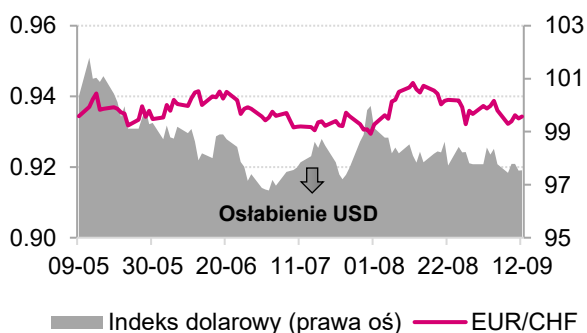
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



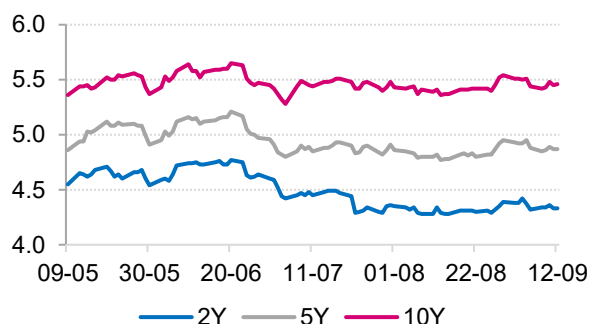
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



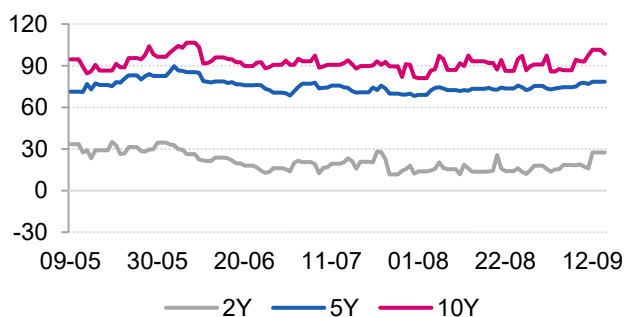
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



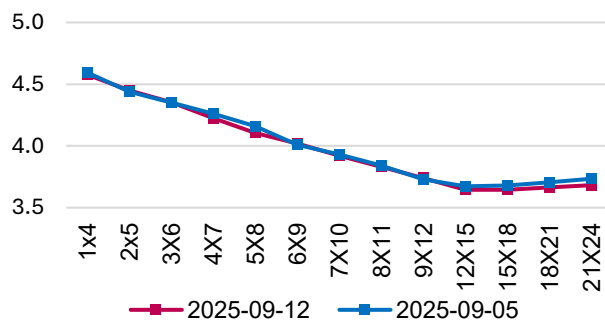
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



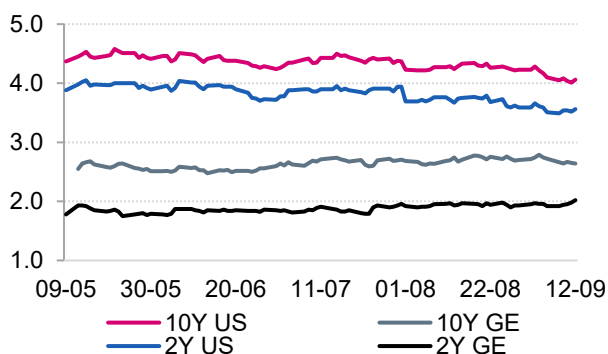
Krajowe stawki asset swap [%]



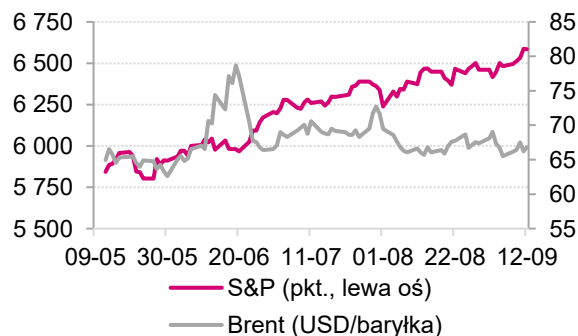
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 15 września</b>					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Sierpień	5.7%	5.7%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Sierpień	3.7%	3.9%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Sierpień	3.1%	2.8%	
<b>Wtorek 16 września</b>					
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Wrzesień	34.7	25.0	
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q2	3.4%		
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Lipiec	-1.3%	0.5%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Sierpień	3.3%		
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Sierpień	0.5%	0.3%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez środków trans. m/m	USA	Sierpień	0.3%	0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Sierpień	-0.1%	0.0%	
<b>Środa 17 września</b>					
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Wrzesień			
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Sierpień	2.0%	2.1%	
11:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Wrzesień			
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Wrzesień	4.25-4.50%	4.00-4.25%	4.00-4.25%
20:30 Konferencja prezesa Fed J.Powella	USA	Wrzesień			
<b>Czwartek 18 września</b>					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Sierpień	2.9%	1.0%	0.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Sierpień	-1.2%	-0.9%	-1.0%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Sierpień	7.6%	8.0%	7.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Sierpień	-0.9%	-0.8%	-0.8%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Sierpień	0.6%	0.5%	1.1%
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Wrzesień	4.00%	4.00%	
<b>Piątek 19 września</b>					
09:00 Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Wrzesień	0.50%	0.50%	
09:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Sierpień	-1.5%		
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska	Wrzesień			
<b>Poniedziałek 22 września</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	4.8%		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	10.8%		

## 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	4.80	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	4.70	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	4.59	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	4.32	4.35	4.35	4.35
<b>USD/PLN</b>	k.o.	3.94	4.10	3.66	3.63	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	1.20	1.08	1.17	1.17	1.18	1.18	1.18	1.19	1.20
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	3.91	2.71	2.02	2.06	2.34	1.94	2.00	2.02	2.05	2.06	2.06	2.06
<b>SOFR 3M</b>	%, k.o.	5.36	4.69	3.84	2.80	4.35	4.34	4.22	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.