

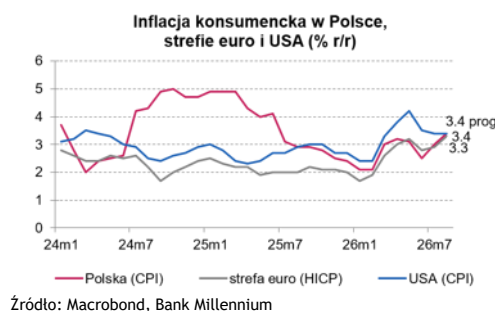
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



W tym tygodniu poznamy decyzję RPP. Wskaźnik CPI, który zbliżył się do górnej granicy (3,5% r/r) celu inflacyjnego NBP, wspiera oczekiwania utrzymania stóp procentowych bez zmian. Również w strefie euro inflacja wzrosła, co wzmacnia oczekiwania na podwyżkę stóp proc. w tym tygodniu. W przypadku inflacji w USA za sierpień oczekiwana jest stabilizacja wskaźnika CPI na 3,4% r/r. Gdyby dane okazały się wyższe od prognoz, wzrostłoby ryzyko podwyżki Fed już 16 września br.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

RPP zapewne utrzyma stopy procentowe bez zmian pomimo łagodnej retoryki w lipcu

W tym tygodniu odbędzie się powakacyjne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję poznamy w środę po południu. Spodziewamy się utrzymania stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie. Oznaczałoby to pozostawienie stopy referencyjnej na poziomie 3,75%. Przypomnijmy główne wnioski z ostatniego posiedzenia w dniach 7-8 lipca. Rada zapoznała się wtedy z nową projekcją makroekonomiczną, której wydźwięk był gołębi. Również konferencja prezesa NBP miała łagodną wymowę. A. Głapiński stwierdził, że przy braku istotnych zmian w otoczeniu gospodarczym obniżka stóp procentowych przed końcem roku jest prawdopodobna. Nie wykluczył także możliwości złożenia już we wrześniu wniosku o obniżkę stóp. W ostatnich dwóch miesiącach sytuacja makroekonomiczna uległa jednak zmianie. Wznowienie konfliktu na Bliskim Wschodzie doprowadziło do wzrostu cen surowców energetycznych i inflacji (3,4% r/r w sierpniu). Jednocześnie dane o wynagrodzeniach za lipiec wskazały na stabilizację dynamiki, a rachunki narodowe potwierdziły przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2Q 2026. Ponadto przedstawiony projekt budżetu na 2027 r. nie pokazuje wysiłków ku konsolidacji finansów publicznych. W konsekwencji podtrzymujemy scenariusz, że do końca 2026 r. RPP nie zdecyduje się na zmianę stóp proc. Oczekiwań tych nie powinna zmienić konferencja prezesa, która zapewne odbędzie się w czwartek o godz. 15: 00.

EBC podniesie stopy procentowe

W tym tygodniu odbędzie się również posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Zarówno ekonomiści, jak i rynki finansowe oczekują podwyżki stóp procentowych o 25 pkt baz., co oznaczałoby wzrost głównej stopy z 2,25% do 2,50%. Taki ruch wydaje się przesądzony w świetle najnowszych danych inflacyjnych. Wskaźnik HICP wzrósł w sierpniu do 3,3% r/r wyraźnie oddalając się od celu EBC wynoszącego 2,0% r/r. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają podwyższone, a gospodarka strefy euro wykazuje odporność na szok energetyczny. Dotychczasowe dane nie wskazują jednak na rozwinięcie się spirali płacowo-cenowej, co sugeruje, że głównym źródłem podwyższonej inflacji pozostają ceny surowców energetycznych. Zakładając stabilizację sytuacji na Bliskim Wschodzie, inflacja w strefie euro powinna stopniowo obniżyć się w 2027 r. W rezultacie większość ekonomistów ocenia, że wrześniowa podwyżka może być ostatnim ruchem EBC związanym z obecnym szokiem na rynku energii. Taki jest także nasz scenariusz. Rynkowa wycena wskazuje natomiast, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy, po wrześniowej podwyżce, główna stopa procentowa ma wzrosnąć jeszcze dwukrotnie do poziomu 3,00%. EBC zapewne utrzyma podejście zależne od danych komunikując, że gdyby efekty drugiej rundy uwiódniły się to zaostrenie polityki pieniężnej będzie kontynuowane.

Czy dane inflacyjne przesądzą o wrześniowej decyzji Fed?

W tym tygodniu potencjalnie kluczowymi dla globalnych rynków publikacjami będą dane inflacyjne z USA: inflacja PPI (czwartek) i CPI (piątek). Konsensus zakłada utrzymanie wskaźnika CPI na 3,4% r/r, podczas gdy inflacja bazowa ma obniżyć się do 2,4% r/r z 2,5% r/r w lipcu. W ujęciu miesięcznym oczekiwany jest wzrost cen o 0,4% m/m w przypadku CPI oraz 0,3% m/m dla inflacji bazowej, co nadal oznacza tempo wyższe od zgodnego z celem inflacyjnym Fed. Trudno przesądzić, czy realizacja tych prognoz rozstrzygnie wrześniowej decyzji Fed. Natomiast wyższa inflacja mogłaby zwiększyć poparcie dla podwyżki, zwłaszcza że mocne sierpniowe dane z rynku pracy potwierdziły utrzymującą się siłę gospodarki. Obecnie inwestorzy pozostają podzieleni co do decyzji Fed na posiedzeniu 16 września. Ciekawy może być także raport Uniwersytetu Michigan za wrzesień zawierający m.in. wskaźnik oczekiwań inflacyjnych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3133	-0,6%
USD/PLN	3,7138	-0,8%
CHF/PLN	4,5823	-1,1%
EUR/USD	1,1615	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,75	-4
WIBOR 3M	3,80	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,49	1
5Y	5,50	15
10Y	6,09	13

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,41	14
5Y	4,71	18
10Y	5,09	17

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	3,35	7
US 10Y	4,78	7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	153144,4	0,8
DAX	26367,1	1,0
S&P 500	7711,8	0,5

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

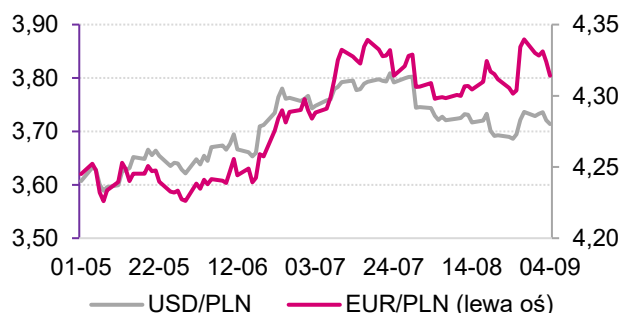
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Od dwóch miesięcy kurs EUR/PLN znajduje się w kanale 4,2930-4,3500. W ubiegłym tygodniu zbliżył się do jego górnego ograniczenia, później jednak złoty się umocnił i wyłamał się z formacji trójkąta, co skutkowało dalszym spadkiem EUR/PLN. W poniedziałek kurs wynosi 4,3080. W naszej ocenie w tym tygodniu środowisko będzie nieco mniej sprzyjające dla złotego. Zwycięstwo AfD w lokalnych wyborach w Saksonii-Anhalt może podbić premię za ryzyko w regionie, a narracja prezesa NBP na konferencji w czwartek nie będzie w naszej ocenie na tyle jastrzębia, by potwierdzić rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp proc. (obecna wycena wskazuje na jedną podwyżkę stóp proc. o 25 pkt baz. w 2026 roku, w naszej ocenie będzie miała miejsce stabilizacja). Ponadto spodziewane przez nas umocnienie dolara może być niekorzystne dla złotego. Niemniej, biorąc pod uwagę siłę złotego w ostatnich dniach (np. brak reakcji na mocny non-farm payroll w piątek), oczekujemy stabilizacji kursu EUR/PLN w tym tygodniu, z bilansem ryzyk skierowanym w stronę słabszego złotego.
USD/PLN 	Wobec zakładanej stabilizacji kursu EUR/PLN i umocnienia dolara pod wpływem czynników globalnych, kurs USD/PLN w naszej ocenie wzrośnie w kierunku 3,73, czyli najbliższego technicznego poziomu oporu.
EUR/USD 	W zeszłym tygodniu kurs EUR/USD znalazł się w konsolidacji. W czwartek dolar osłabił się w reakcji na dość gołębią wypowiedź Ch. Wallera z Fed, natomiast w piątek przejściowo umocnił się ze względu na mocny sierpniowy odczyt z rynku pracy USA. Ten tydzień para otwiera na poziomie ok. 1,1625, czyli 0,25 centa powyżej otwarcia przed tygodniem. W tym tygodniu uwaga przesuwana się na EBC i amerykańskie odczyty inflacyjne. W naszej opinii rynkowa wycena ścieżki stóp proc. EBC jest dość jastrzębia i konferencja po czwartkowym posiedzeniu nie powinna dostarczyć argumentów wspierających ją. Z drugiej strony odczyty inflacyjne w USA mogą odwrócić gołębie nastroje utrzymujące się po wypowiedzi Wallera, szczególnie biorąc pod uwagę zeszlutygodniowe mocne dane z rynku pracy. W związku z tym w tym tygodniu oczekujemy spadku kursu EUR/USD. Techniczne poziomy wsparcia, które mogą ograniczać zakres ruchu to 1,1585 i 1,1570.

Rynek obligacji

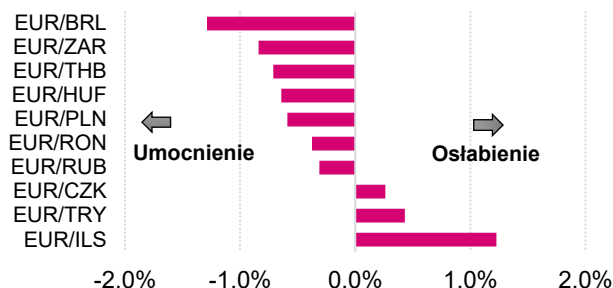
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W ubiegłym tygodniu rentowność polskiej 10-letniej obligacji wzrosła przejściowo do 6,20%, czyli najwyższego poziomu od maja 2023 roku, pchana w górę przez wyższe ceny surowców energetycznych, a także wyższą od oczekiwań inflację w sierpniu. Pomimo tego dostrzegamy szereg argumentów za korektą rentowności. Praktycznie cały wzrost z ostatnich dwóch tygodni wynikał ze zmiany wyceny IRS. Stawka asset swap dla polskiej 10-latki wzrosła marginalnie w stosunku do poziomu z 24 sierpnia. Oznacza to, że wyprzedaż SPW nie wynikała bezpośrednio z długoterminowych strukturalnych ryzyk (np. fiskalnych), lecz z obaw geopolitycznych i inflacyjnych. W tym momencie rynek wycenia jedną podwyżkę stóp proc. NBP w 2026 roku. W naszej ocenie czwartkowa konferencja prezesa A. Głapińskiego może nie dostarczyć argumentów wspierających taki scenariusz, co może wesprzeć polski dług. Naszym scenariuszem bazowym jest stabilizacja stóp proc. w tym roku. Ponadto obecne wyceny obligacji (powyżej 6,00%) mogą być traktowane przez rynek jako atrakcyjne, co może przyciągać popyt. W takich uwarunkowaniach oczekujemy spadku rentowności polskiej 10-latki w kierunku 5,90%. Niemniej utrzymują się ryzyka dla tej prognozy, przede wszystkim w postaci cen ropy i gazu. Eskalacja na Bliskim Wschodzie może pchać rentowność w kierunku 6,32% lub utrzymywać w okolicy 6,20%
10Y DE (%) 	Rentowność 10-letniego Bundu znajduje się na wysokim poziomie 3,32% (najwyżej od 2011 roku). Jest to wynik przede wszystkim wysokich cen ropy naftowej i gazu ziemnego TTF. W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla notowań Bundu będzie posiedzenie EBC, na którym stopy proc. zostaną podwyższone o 25 pkt baz. Obecnie rynek wycenia 3 podwyżki stóp przez EBC do połowy 2027, co wydaje się scenariuszem dość agresywnym. Narracja prezesa Ch. Lagarde podczas czwartkowej konferencji oraz nowe prognozy makroekonomiczne EBC mogą nie dostarczyć argumentów wspierających rynkowe oczekiwania. Ceny gazu ziemnego TTF także są na wysokich poziomach (70 EUR/MWh) i prawdopodobnie niski stan magazynów gazu w Europie jest już częściowo uwzględniony w cenach. Czynniki wzrostu rentowności mogą się więc wyczerpać. To sprzyjałoby korekcie rentowności 10-letniego Bundu w kierunku 3,25%. Scenariusz ten jest obciążony ryzykiem w postaci cen surowców, które, jeżeli dalej będą rosły, mogą trzymać rentowność na poziomie ok. 3,30%.
10Y US (%) 	Na początku ubiegłego tygodnia rentowność amerykańskiej 10-latki wybiła się z obowiązującego przedziału wahań i wzrosła, przejściowo osiągając nawet 4,82%. Przez resztę tygodnia znalazła się w konsolidacji w kanale 4,74-4,79%, z epizodem podwyższonej zmienności po publikacji raportu z rynku pracy. W tym tygodniu, w naszej ocenie, ryzyka dla rentowności Treasuries są symetryczne. Z jednej strony obecne poziomy są już dość wysokie i rentowność 10-latki powoli zaczyna testować wieloletnie poziomy oporu (4,81%, 5,02%), a także kluczowe poziomy psychologiczne (5,00%). Wybicie powyżej tych poziomów może wymagać silniejszych argumentów, nawet jeżeli dochodowość krótszych obligacji wzrosłaby ze względu np. na odczyty inflacyjne w tym tygodniu. Z drugiej strony ceny surowców energetycznych znowu rosną i nie ma perspektyw porozumienia ws. cieśniny Ormuz. Dlatego w tym tygodniu oczekujemy stabilizacji rentowności amerykańskiej 10-latki.

Wykresy rynkowe

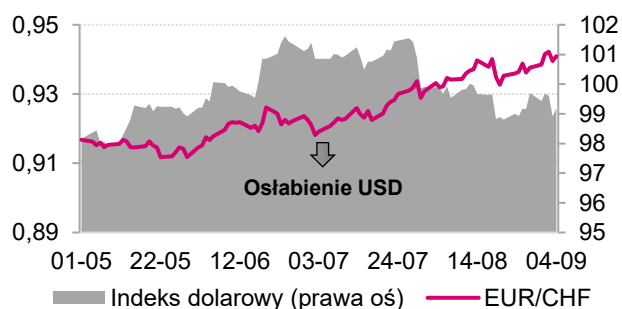
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



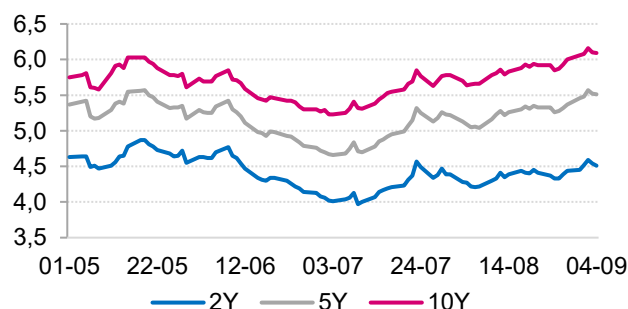
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



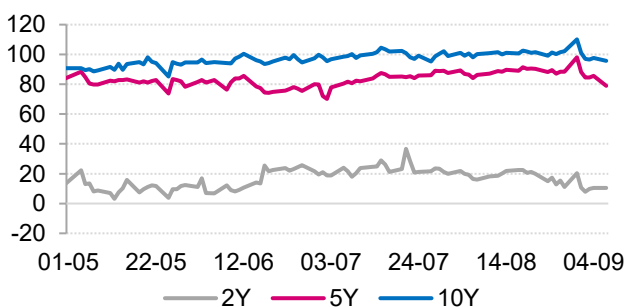
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



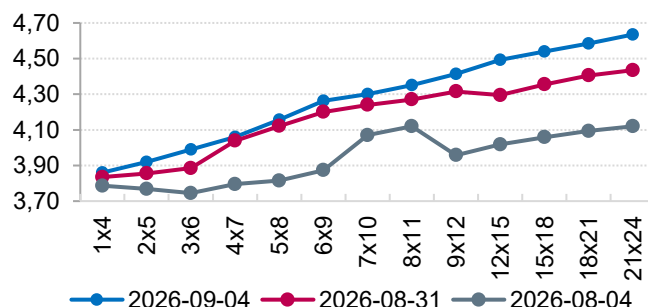
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



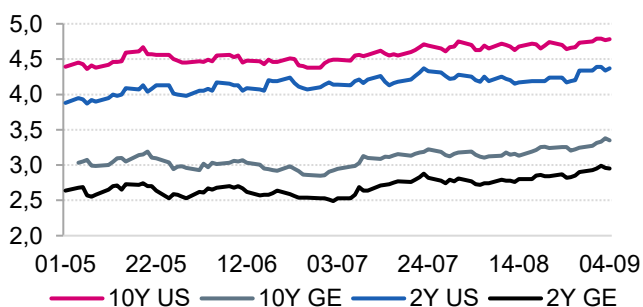
Krajowe stawki asset swap [pkt. baz.]



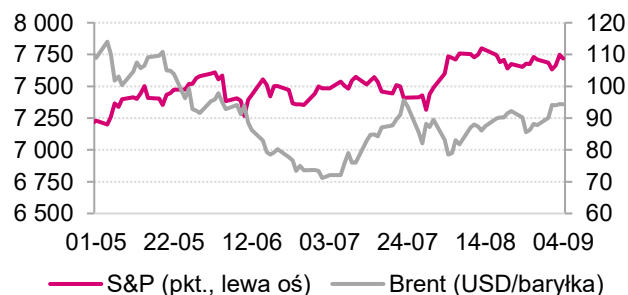
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
Poniedziałek 7 września					
08:00 Dzień wolny od pracy	USA	Wrzesień			
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Lipiec	0.0%	0.3%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Wrzesień	0.9	2.0	
11:00 PKB kw/kw s.a. fin.	EZ	Q2	0.0%	0.4%	
Wtorek 8 września					
Eksport r/r	Chiny	Sierpień	23.9%	25.0%	
Import r/r	Chiny	Sierpień	27.5%	30.0%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Sierpień	1.2%	1.4%	
Środa 9 września					
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Sierpień	3.5%	3.7%	
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Sierpień	0.5%	0.8%	
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Wrzesień	3.75%	3.75%	3.75%
Czwartek 10 września					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Sierpień	2.8%	2.9%	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Wrzesień	2.25%	2.50%	2.50%
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Sierpień	4.7%	5.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	5 września	206 tys.	205 tys.	
14:45 Konferencja prezeski EBC Ch. Lagarde	EZ	Wrzesień			
15:00 Konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego	Polska	Wrzesień			
Piątek 11 września					
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Sierpień	8.2%		
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Sierpień	3.4%	3.4%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Sierpień	2.5%	2.4%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Wrzesień	51.7	51.0	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Wrzesień	4.0%		
Poniedziałek 14 września					
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Lipiec	-2216 mln	-2128.5 mln	-2905 mln

Dane i prognozy

		2024	2025	2026	2027	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
PKB	% r/r	3.0	3.6	3.6	3.0	3.5	3.9	3.7	3.6	3.2	3.1	2.9	2.7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5.1	5.7	5.9	5.9	6.1	5.8	5.8	5.9	6.2	5.8	5.9	5.9
Inflacja CPI	% r/r. śr.o.	3.6	3.6	3.0	2.8	2.4	2.9	3.2	3.4	3.2	3.1	2.7	2.6
Stopa referencyjna	% k.o.	5.75	4.00	3.75	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
WIBOR 1M	% k.o.	5.82	4.04	3.80	3.55	3.81	3.78	3.78	3.78	3.55	3.55	3.55	3.55
WIBOR 3M	% k.o.	5.84	3.99	3.86	3.60	3.85	3.85	3.80	3.80	3.60	3.60	3.60	3.60
WIBOR 6M	% k.o.	5.80	3.87	3.93	3.70	3.89	3.90	3.85	3.85	3.70	3.70	3.70	3.70
EUR/PLN	k.o.	4.27	4.23	4.26	4.27	4.29	4.30	4.31	4.28	4.27	4.27	4.27	4.27
USD/PLN	k.o.	4.10	3.60	3.61	3.63	3.74	3.77	3.73	3.68	3.65	3.65	3.63	3.63
EUR/USD	k.o.	1.04	1.17	1.18	1.18	1.15	1.14	1.15	1.16	1.17	1.17	1.18	1.18
EURIBOR 3M	% k.o.	2.71	2.03	2.54	2.54	2.08	2.32	2.54	2.54	2.54	2.54	2.54	2.54
SOFR 3M	% k.o.	4.69	4.01	3.68	2.63	3.68	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63

* 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 jakiejkolwiek 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.