

Codziennik

RPP zamierza pozostać ostrożna

Dziś dane o stanie rynku pracy USA w sierpniu
Konferencja A. Glapińskiego: lekko jastrzębi ton, inflacja jeszcze nie okiełznana
Kontynuacja mocnego wzrostu produkcji usług w Polsce
Sprzedaż detaliczna w strefie euro spowolniła silniej od oczekiwań
Kurs złota pozostał stabilny, rentowności obligacji lekko w dół

Dziś brak nowych danych z Polski. Globalnie, najważniejszą publikacją będą dane z USA o zatrudnieniu poza rolnictwem oraz stopie bezrobocia w sierpniu. Poza tym, poznamy dane o zamówieniach przemysłowych w Niemczech, produkcji przemysłowej na Węgrzech i szczegółowe dane o PKB w strefie euro w II kw.

Ton wczorajszej konferencji prezesa NBP był w naszej ocenie bardziej jastrzębi niż w poprzednich miesiącach, chociaż widać to było bardziej w jej pierwszej części niż pod sam koniec. A. Glapiński kilkakrotnie podkreślał, że inflacja nie została ostatecznie okiełznana, tylko się „czai”, a Rada Polityki Pieniężnej na pewno nie pozwoli, aby się utrwałała. Glapiński z zadowoleniem przyjął spadek CPI do 2,8% r/r w sierpniu, ale zwrócił też uwagę, że inflacja bazowa jest nadal powyżej CPI m.in. ze względu na ceny usług i dodał, że jeśli w nadchodzących kwartałach inflacja bazowa ustabilizuje się na poziomie blisko 3% r/r (co jest naszym scenariuszem bazowym), to ryzyko wytrącenia CPI z celu będzie podwyższone. Na ten moment nie zmieniamy naszego scenariusza dotyczącego stóp procentowych: zakładamy jeszcze jedną obniżkę stóp o 25 pb w listopadzie, a następnie dwie kolejne obniżki na początku 2026 r., po ponownym spadku CPI poniżej 3%. Więcej w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

Według Eurostatu, w czerwcu krajowa produkcja usług zwiększyła się o 6,8% r/r wobec 7,1% r/r w maju, co przekłada się na wzrost w skali całego II kw. o 5,9% r/r wobec 2,9% r/r kwartał wcześniej. Dalsze przyspieszenie wzrostu zanotowano tylko w usługach profesjonalnych (do 11,5% r/r z 9,0% r/r). Na porównywalnym, choć nieco niższym poziomie utrzymała się dynamika w informacji i komunikacji (10,5% r/r wobec 11,2% r/r w maju), zakwaterowaniu i gastronomii (6,1% r/r wobec 6,2% r/r). Silniej w kierunku niższej dynamiki ogółem oddziaływało spowolnienie w administrowaniu i działalności wspierającej (5,2% r/r wobec 6,9% r/r), drugie z rzędu obniżenie tempa wzrostu w usługach transportowych (3,5% r/r wobec 4,1% r/r w maju) oraz spadek produkcji w działalności związanej z rynkiem nieruchomości (-2,7% r/r wobec +0,2% r/r). Wyższa dynamika produkcji usług w II kw. nie znalazła odzwierciedlenia w strukturze dynamiki wartości dodanej brutto za ten okres (która wg naszych obliczeń dla usług rynkowych wzrosła o 3,0% r/r wobec 3,1% r/r w I kw.), choć spodziewamy się przyspieszenia tej kategorii w kolejnych kwartałach.

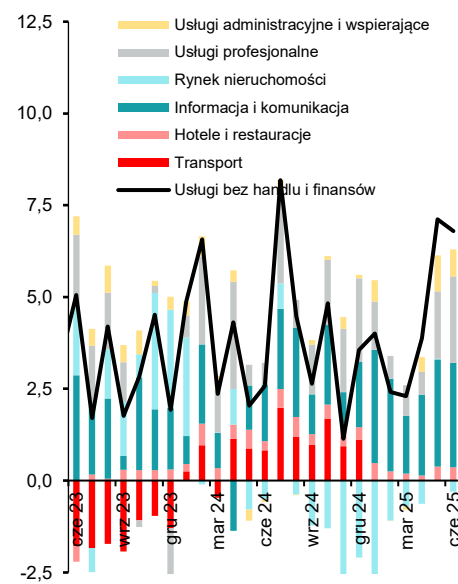
Sprzedaż detaliczna w strefie euro w lipcu br. wzrosła o 2,2% r/r, czyli wolniej niż miesiąc wcześniej, kiedy odnotowano wzrost o 3,5% r/r. Sprzedaż detaliczna żywności, napoi i tytoniu wzrosła o 0,9% r/r (wobec 2,4% r/r w czerwcu), produktów nieżywnościowych o 3,1% r/r (wobec 4,4%), a paliw samochodowych o 2,3% r/r (wobec 4,0% r/r). Sprzedaż w Polsce liczona wg tej samej metodologii (m.in. z wyłączeniem sprzedaży samochodów i skorygowana o liczbę dni roboczych) wzrosła w lipcu o 2,9% r/r wobec 3,1% w czerwcu.

W USA według raportu ADP zatrudnienie w sektorze prywatnym w sierpniu wzrosło o 54 tys. wobec oczekiwań na poziomie 68 tys. i po wzroście o 106 tys. w lipcu. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 237 tys., lekko powyżej oczekiwań i poprzedniego odczytu (odpowiednio 230 i 229 tys.). Z kolei koniunktura w usługach mierzona indeksem ISM poprawiła się z odczytem na poziomie 52,0 pkt wobec oczekiwanego poziomu 51,0 pkt i poprzedniego odczytu 50,1 pkt.

Kurs EURPLN rozpoczął czwartek na poziomie 4,255, tj. na poziomie kursu śródownego zamknięcia. **W ciągu dnia złoty podlegał niewielkim wahaniom, także w trakcie konferencji prezesa NBP, jednak ostatecznie tylko minimalnie się umocnił.** Spośród walut regionu, czeska korona osłabiła się o 0,15% do euro, a węgierski forint umocnił się o 0,1%. Kurs EURUSD w ciągu dnia stopniowo się obniżał i zakończył europejską sesję na poziomie 1.163.

Z kolei rynek długu odebrał słowa A. Glapińskiego jako nieco większą szansę na obniżenie stóp w kolejnych miesiącach. Rentowności polskich obligacji spadły o 2pb na krótkim końcu krzywej, stawki FRA o 3-4pb i stopy IRS o 2pb. Na rynkach bazowych miały miejsce niewielkie zmiany ze spadkami rentowności na poziomie 1-2 pb. Wg komunikatu Ministerstwa Finansów, na dzisiejszym przetargu zaofiarowane będą do sprzedaży 42-tygodniowe bony o wartości 2-4 mld zł.

Produkcja usług w Polsce, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4,2495	CZKPLN	0,1735
USDPLN	3,6421	HUFPLN*	1,0706
EURUSD	1,1668	RONPLN	0,8375
CHFPLN	4,5247	NOKPLN	0,3617
GBPPLN	4,8982	DKKPLN	0,5692
USDCNY	7,1348	SEKPLN	0,3854

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

04.09.2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4,2458	4,2586	4,2527	4,2504	#N/A Stale
USDPLN	3,6432	3,6569	3,6495	3,6488	#N/A Stale
EURUSD	1,1628	1,1661	1,1650	1,1647	-

Rynek stopy procentowej

04.09.2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS0527 (2L)	4,32	-3
PS0730 (5L)	4,92	-1
DS1034 (10L)	5,52	0

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	4,35	-2	3,97	-3	2,09	1
2L	4,12	-1	3,62	-3	2,09	1
3L	4,07	-2	3,53	-4	2,17	0
4L	4,10	-2	3,51	-5	2,25	0
5L	4,16	-2	3,55	-5	2,33	0
8L	4,37	-2	3,75	-6	2,54	-1
10L	4,53	-2	3,89	-6	2,67	-1

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	4,59	-19
T/N	4,83	-6
SW	4,84	-5
1M	4,84	-6
3M	4,77	-2
6M	4,65	-1
1Y	4,51	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	4,66	-2
3x6	4,43	-4
6x9	4,11	-2
9x12	3,83	-1
3x9	4,32	-4
6x12	4,02	-2

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

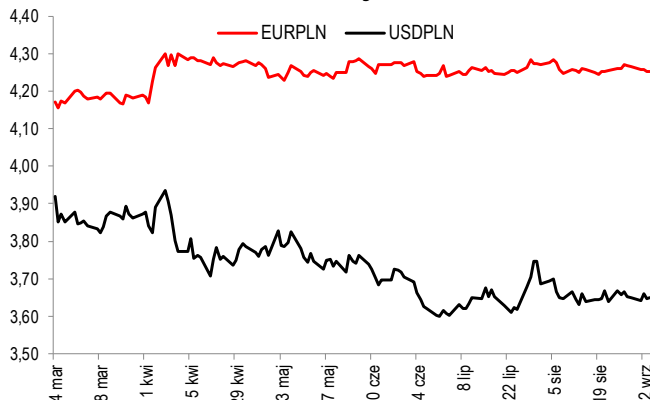
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	60	0	280	1
Francja	19	0	77	-3
Węgry	110	0	449	1
Hiszpania	27	0	59	-2
Włochy	19	0	88	-2
Portugalia	15	0	43	-2
Irlandia	11	0	24	-1
Niemcy	5	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

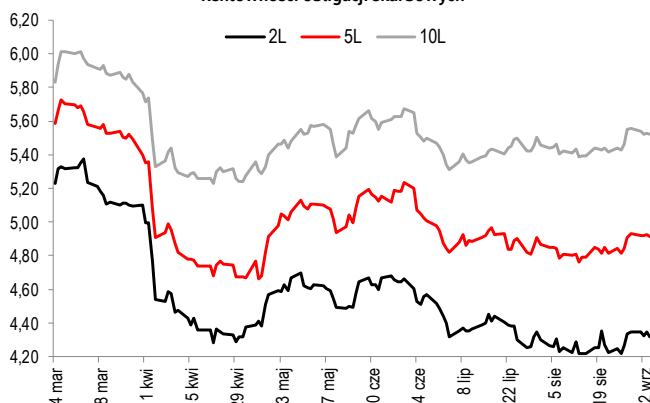
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

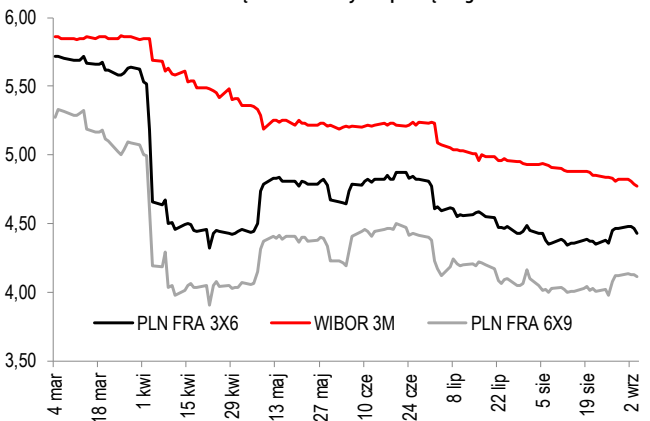
Kurs złotego



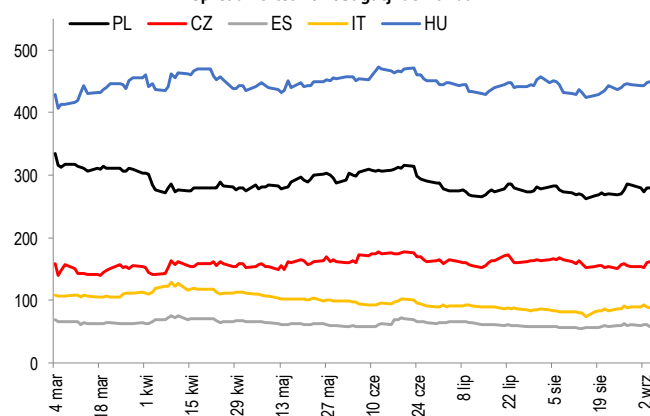
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (29 sierpnia)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,0	-	1,0
09:00	CZ	PKB SA	II kw.	% r/r	2,4	-	2,4
10:00	PL	Inflacja CPI	VIII	% r/r	2,9	2,9	3,1
14:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	0,0	-	0,4
14:30	US	Wydatki osobiste	VII	% m/m	0,5	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,4	-	0,3
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VII	% m/m	0,2	-	0,3
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	58,6	-	58,6
PONIEDZIAŁEK (1 września)							
09:00	PL	PMI przemysł	VIII	pkt	46,8	46,5	45,9
09:55	DE	PMI przemysł	VIII	pkt	49,9	-	49,9
10:00	EZ	PMI przemysł	VIII	pkt	50,5	-	50,5
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	3,4	3,4	3,2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	VII	%	6,2	-	6,3
WTOREK (2 września)							
08:30	HU	PKB	II kw.	% r/r	0,1	-	0,1
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VIII	% r/r	2,1	-	2,0
16:00	US	ISM przemysł	VIII	pkt	49,0	-	48,0
ŚRODA (3 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	4,75	4,75	5,00
03:45	CN	PMI usługi	VIII	pkt	52,5	-	52,6
09:55	DE	PMI usługi	VIII	pkt	50,1	-	50,6
10:00	EZ	PMI usługi	VIII	pkt	50,7	-	51,0
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	-2,8	-	-9,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-1,4	-	-4,8
CZWARTEK (4 września)							
	PL	Produkcja usług	VI	% r/r	-	-	7,1
09:00	CZ	Inflacja	VIII	% r/r	2,5	-	2,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	-0,3	-	0,6
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	68	-	106
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	230	-	229
16:00	US	ISM usługi	VIII	pkt	51,0	-	50,1
PIĄTEK (5 września)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	0,5	-	-1,0
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-3,2	-	-4,9
11:00	EZ	PKB SA	II kw.	% r/r	0,1	-	1,4
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VIII	tys.	75	-	73
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	4,3	-	4,2

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl