

### (Znowu) Super Mario

#### Dziś centrum uwagi:

- **Publikowany dziś ostateczny odczyt krajowej inflacji CPI za sierpień** prawdopodobnie potwierdzi sugerowane przez szacunek flash wyhamowanie inflacji do 2,8% r/r z 2,9% r/r w lipcu, przy wciąż wyższych od sezonowego wzorca cenach żywności, spadku cen paliw oraz nieznacznym wyhamowaniu inflacji bazowej.
- **Krajowy bilans płatniczy za lipiec powinien pokazać odbicie aktywności w handlu zagranicznym po słabych danych czerwcowych**, determinowanych negatywnymi efektami kalendarzowymi. W ujęciu płynnego roku rachunek bieżący prawdopodobnie pokaże (chwilową) nadwyżkę. Dane GUS wskazują na możliwość nieco wyższych wolumenów importu i eksportu niż zakłada nasza prognoza, przy zbliżonym deficycie (por. kalendarium).
- **Sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej i wrześniowe o nastrojach amerykańskich gospodarstw domowych wg Uniwersytetu Michigan** pozostają w centrum zainteresowania ze względu na kluczowe znaczenie konsumpcji dla amerykańskiego PKB w obliczu osłabienia aktywności inwestycyjnej i wojen handlowych. Poprzedni, sierpniowy odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan pokazał wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów, związane z zaostrzeniem wojny handlowej z Chinami. Takiej reakcji nie było widać w nastrojach wg Conference Board ani w danych o sprzedaży detalicznej.

#### Przegląd wydarzeń:

- **EUR:** Wbrew obawom, wrześniowe posiedzenie EBC zakończyło się silną skalą luzowania polityki pieniężnej. Bank wykorzystał wszystkie dostępne do tej pory narzędzia zwiększenia akomodacji monetarnej, a decyzja o ich wprowadzeniu uzyskała szerokie poparcie w Radzie Prezesów EBC. Bank obniżył stopę depozytową o 10pb do -0,50%, wprowadzając zgodnie z oczekiwaniami system różnicowania poziomu oprocentowania rezerw utrzymywanych w banku centralnym (*tiering*), dostosował politykę komunikacyjną (*forward guidance*) uzależniając zakończenie okresu niskich stóp procentowych od osiągnięcia celu inflacyjnego i zapowiedział wprowadzenie bezterminowego programu QE (więcej w Makro Flash: [Fajerwerki na pożegnanie](#)).
- **EUR:** Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w lipcu o 2,0% r/r po spadku o 2,4% r/r w czerwcu. W lipcu utrzymały się głębokie spadki produkcji dóbr kapitałowych i pośrednich, podczas gdy produkcja dóbr konsumpcyjnych wciąż rosta. Recesja w europejskim przemyśle jest faktem, jednak inne sektory gospodarki nadal

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

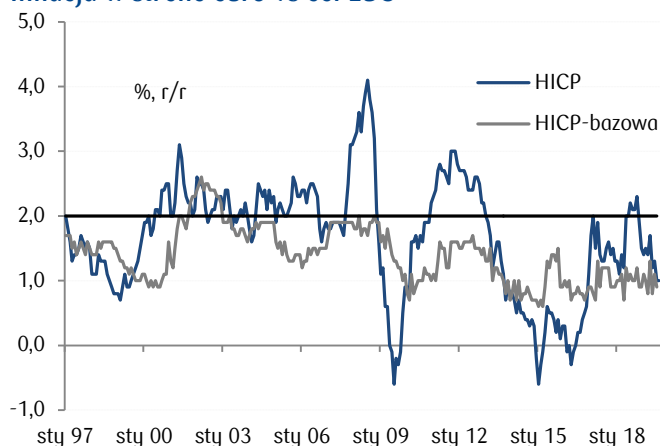
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

**Marcin Czaplicki**  
Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

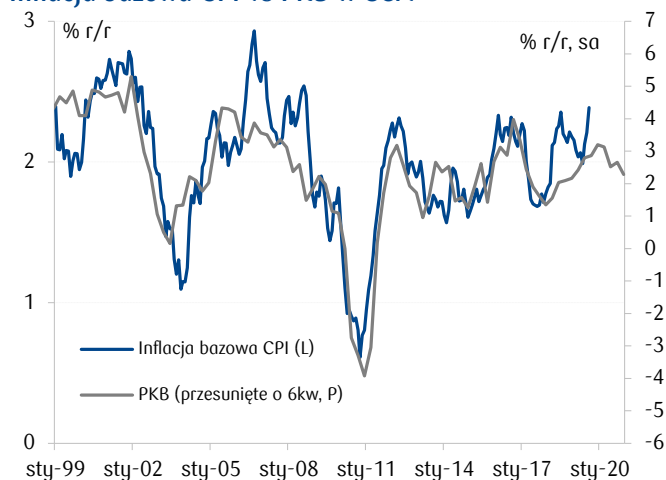
**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

**Michał Rot**  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

Inflacja w strefie euro vs cel EBC



Inflacja bazowa CPI vs PKB w USA



Źródło: Bloomberg, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

pokazują pewne oznaki odporności.

- **USA:** Inflacja CPI wyhamowała w sierpniu do 1,7% r/r z 1,8% r/r w lipcu. Bardziej istotna z punktu widzenia polityki pieniężnej **inflacja bazowa** (choć dla Fed kluczowy jest bazowy deflator PCE) **przyspieszyła do 2,4% r/r z 2,2% r/r i była wyższa od oczekiwań oraz najwyższa od roku**. Przyczyną przyspieszenia inflacji bazowej był najsilniejszy od 2016 wzrost cen opieki zdrowotnej. W naszej ocenie, w obliczu gołębiego wyniku posiedzenia EBC oraz pogorszenia perspektyw światowej gospodarki, Fed zdecyduje się w przyszłym tygodniu na obniżkę stóp procentowych, pomimo przyspieszenia inflacji.
- **GER:** Niemieckie instytuty badań nad gospodarką przewidują, że **PKB Niemiec skurczył się w 3q19**, co w połączeniu z opublikowanym przez urząd statystyczny **spadkiem PKB w 2q19 daje techniczną recesję**. Ifo i RWI przewidują spadek PKB o 0,1% k./k., IfW przewiduje spadek o 0,3% k./k.
- **POL:** Dane GUS o obrotach w handlu towarowym potwierdzają, że w obliczu recesji w Niemczech, spada znaczenie naszego głównego partnera handlowego, a krajowi eksporterzy są skuteczni w poszukiwaniu nowych rynków zbytu. W okresie styczeń-lipiec 2019 eksport (w euro) towarów z Polski wzrósł o 4,8% r/r, podczas gdy wartość eksportu do Niemiec zwiększyła się o 1,8% r/r. Rośnie znaczenie eksportu do Stanów Zjednoczonych oraz krajów rozwijających się.
- **USA:** Doradcy prezydenta **D. Trumpa rozważają przygotowanie tymczasowego porozumienia z Chinami**, w którym wprowadzenie przez USA niektórych ceł byłoby odroczone lub odwołane w zamian za zobowiązania Chin dotyczące własności intelektualnej oraz zakupu produktów rolnych. D. Trump powiedział, że nie wyklucza takiego rozwiązania, jednak preferowałby trwałą umowę.
- **TRY:** **Bank Centralny Turcji obniżył benchmarkową stopę repo o 325 pb. do 16,5%**. Obniżka stóp była powszechnie oczekiwana, jednak jej skala okazała się głębsza od wskazań konsensusu (275 pb.). CBT wskazał w komunikacie, że perspektywy inflacji ulegały dalszej poprawie, a kondycja popytu krajowego i poziom zacieśniania polityki pieniężnej sprzyjają dezinflacji. Było to drugie posiedzenie banku centralnego z Muratem Uysalem, który zastąpił na stanowisku prezesa zdymisjonowanego przez prezydenta Murata Cetinkayę.

#### Znalezione w sieci:

- Przegląd polityk dotyczących płacy minimalnej w krajach regionu CEE (IMF): [Cross-Country Report on Minimum Wages : Selected Issues](#).
- Przegląd literatury nt. wykorzystania polityki makroekonomicznej i finansowej do walki ze zmianami klimatycznymi (IMF): [Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature](#)
- O spadku neutralnych stóp procentowych na świecie: (NBER): [On Secular Stagnation in the Industrialized World](#).
- O wpływie rajów podatkowych na statystykę bezpośrednich inwestycji zagranicznych (IMF): [The rise of Phantom Investments](#).
- O przyczynach niskiego tempa wzrostu płac w Europie, (EBC): [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#).

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                      | Godz. | Poprzednio              | Konsensus*              | PKO BP        | Odczyt                  | Komentarz   |
|---|-------|-------------------------|-------------------------|---------------|-------------------------|---|
| <b>Poniedziałek, 9 września</b>               |       |                         |                         |               |                         |   |
| GER: Bilans handlowy (lip)                    | 8:00  | 16,6 mld EUR            | 17,4 mld EUR            | --            | 21,4 mld EUR            | Wzrost eksportu przy jednoczesnym spadku importu przyczyniły się do wzrostu nadwyżki handlowej.   |
| GER: Eksport (lip)                            | 8:00  | -0,1% m/m               | -0,5% m/m               | --            | 0,7% m/m                |   |
| EUR: Indeks Sentix (wrz)                      | 10:30 | -13,7 pkt.              | -16,0 pkt.              | --            | -11,1 pkt.              | Odbicie Sentix przy dalszym spadku oceny bieżącej-gospodarka strefy euro jest na granicy recesji.   |
| <b>Wtorek, 10 września</b>                    |       |                         |                         |               |                         |   |
| CHN: Inflacja CPI / PPI (sie)                 | 3:30  | 2,8% r/r /<br>-0,3% r/r | 2,6% r/r /<br>-0,9% r/r | --            | 2,8% r/r /<br>-0,8% r/r | Wysoki odczyt inflacji CPI to głównie efekt rosnących cen żywności. Inflacja bazowa (1,5% r/r) i drugi z rzędu spadek cen producentów wskazują na presję dezinflacyjną, odzwierciedlającą słaby popyt.                                  |
| CZE: Inflacja CPI (sie)                       | 9:00  | 2,9% r/r                | 2,9% r/r                | --            | 2,9% r/r                | Podobnie jak w Polsce, źródłem inflacyjnych zaskoczeń były ostatnio ceny żywności.  |
| HUN: Inflacja CPI (sie)                       | 9:00  | 3,3% r/r                | 3,2% r/r                | --            | 3,1% r/r                | Zgodnie z oczekiwaniami MNB inflacja pozostaje w trendzie spadkowym, który ostatnio ograniczał wzrosty cen żywności.  |
| USA: Raport JOLTS (lip)                       | 16:00 | 7,248 mln.              | 7,311 mln               | --            | 7,217 mln               | Wyhamowanie liczby nowych miejsc pracy sugeruje pewne schłodzenie popytu na pracę.  |
| <b>Środa, 11 września</b>                     |       |                         |                         |               |                         |   |
| USA: Inflacja PPI (sie)                       | 14:30 | 1,7% r/r                | 1,7% r/r                | --            | 1,8% r/r                | Stabilna i umiarkowana niska inflacja cen po stronie producentów wskazuje na brak ryzyk inflacyjnych, a tym samym na brak przeciwwskazań do obniżek stóp FOMC.  |
| POL: Stopa referencyjna NBP                   | --    | 1,50%                   | 1,50%                   | 1,50%         | 1,50%                   | Niezmienione stopy NBP są naszym bazowym scenariuszem na najbliższe kwartały, pomimo przejściowego „wysokoku” inflacji na początku 2020.  |
| <b>Czwartek, 12 września</b>                  |       |                         |                         |               |                         |   |
| GER: Inflacja CPI (sie, rew.)                 | 8:00  | 1,7% r/r                | 1,4% r/r                | --            | 1,4% r/r                | Wyhamowanie inflacji pomimo wyższych od sezonowego wzorca cen żywności.   |
| EUR: Produkcja przemysłowa (lip)              | 11:00 | -2,4% r/r               | -1,3% r/r               | --            | -2,0% r/r               | Utrzymuje się recesja w europejskim sektorze przetwórczym.  |
| EUR: Stopa refinansowa EBC                    | 13:45 | 0,00%                   | 0,00%                   | 0,00%         | 0,00%                   | Bank wykorzystał wszystkie dostępne do tej pory narzędzia zwiększenia akomodacji monetarnej, a decyzja o ich wprowadzeniu uzyskała szerokie poparcie w Radzie Prezesów EBC  |
| USA: Inflacja CPI (sie)                       | 14:30 | 1,8% r/r                | 1,7% r/r                | --            | 1,7% r/r                | Fed zdecyduje się w przyszłym tygodniu na obniżkę stóp procentowych, pomimo przyspieszenia inflacji bazowej.  |
| USA: Inflacja bazowa (sie)                    | 14:30 | 2,2% r/r                | 2,3% r/r                | --            | 2,4% r/r                |   |
| <b>Piątek, 13 września</b>                    |       |                         |                         |               |                         |   |
| POL: Inflacja CPI (sie, rew.)                 | 10:00 | 2,9% r/r                | 2,8% r/r                | 2,8% r/r      | --                      | Finalny odczyt powinien potwierdzić wyhamowanie inflacji, przy wciąż wyższych od sezonowego wzorca cenach żywności, spadku cen paliw oraz nieznacznym wyhamowaniu inflacji bazowej.   |
| POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip)   | 14:00 | 21,0 mln EUR            | 4,0 mln EUR             | -334 mln EUR  | --                      | Dane powinny pokazać na odbicie aktywności w handlu zagranicznym po czerwcowych słabych danych, determinowanych negatywnymi efektami kalendarzowymi.  |
| POL: Eksport (lip)                            | 14:00 | 18068 mln EUR           | 19015 mln EUR           | 19050 mln EUR | --                      |   |
| POL: Import (lip)                             | 14:00 | 18145 mln EUR           | 18889 mln EUR           | 19106 mln EUR | --                      |   |
| USA: Sprzedaż detaliczna (sie)                | 14:30 | 0,7% m/m                | 0,3% m/m                | --            | --                      | Dane o popycie konsumpcyjnym i nastrojach gospodarstw domowych pozostają w centrum zainteresowania ze względu na kluczowe znaczenie konsumpcji dla amerykańskiego PKB w obliczu osłabienia aktywności inwestycyjnej i wojen handlowych. |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.) | 16:00 | 89,8 pkt.               | 90 pkt.                 | --            | --                      |   |

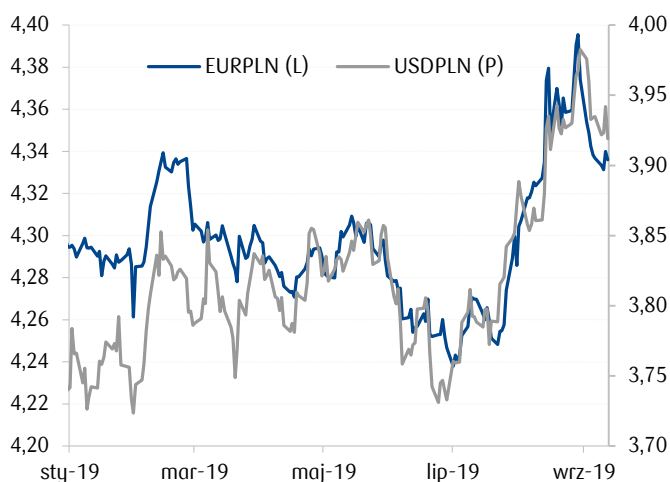
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szybkiego szacunku za czerwiec.

## Podstawowe dane rynkowe

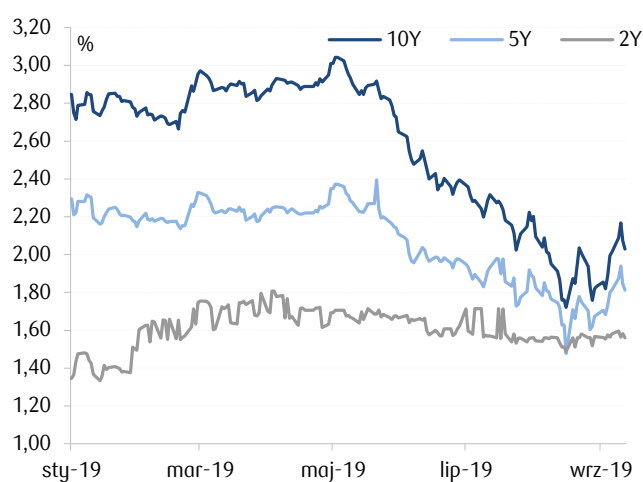
|                  |            | Wartość<br>2019-09-12 | $\Delta$ 1D | $\Delta$ (% , pb)*<br>$\Delta$ 1W | $\Delta$ 4W |
|------------------|------------|-----------------------|-------------|-----------------------------------|-------------|
| <b>Waluty</b>    | EURPLN     | 4,3360                | -0,09%      | -0,05%                            | -0,99%      |
|                  | USDPLN     | 3,9309                | -0,40%      | 0,06%                             | -0,29%      |
|                  | CHFPLN     | 3,9656                | -0,15%      | -0,44%                            | -1,84%      |
|                  | GBPPLN     | 4,8714                | 0,00%       | 0,61%                             | 2,01%       |
|                  | EURUSD     | 1,1031                | 0,30%       | -0,12%                            | -0,70%      |
|                  | EURCHF     | 1,0934                | 0,06%       | 0,39%                             | 0,86%       |
|                  | GBPUSD     | 1,2332                | -0,11%      | 0,06%                             | 1,81%       |
|                  | USDJPY     | 107,89                | 0,13%       | 0,78%                             | 1,64%       |
|                  | EURCZK     | 25,86                 | -0,16%      | 0,02%                             | -0,02%      |
|                  | EURHUF     | 332,17                | -0,28%      | 0,70%                             | 2,03%       |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y       | 1,56                  | -2          | 0                                 | 5           |
|                  | PL5Y       | 1,81                  | -3          | 1                                 | 19          |
|                  | PL10Y      | 2,03                  | -4          | 3                                 | 27          |
|                  | DE2Y       | -0,70                 | 12          | 16                                | 21          |
|                  | DE5Y       | -0,78                 | 7           | 9                                 | 15          |
|                  | DE10Y      | -0,54                 | 3           | 5                                 | 16          |
|                  | US2Y       | 1,73                  | 6           | 19                                | 23          |
|                  | US5Y       | 1,65                  | 6           | 22                                | 23          |
|                  | US10Y      | 1,79                  | 6           | 23                                | 26          |
| <b>Akcje</b>     | WIG20      | 2189,1                | 0,0%        | 3,9%                              | 5,3%        |
|                  | S&P500     | 3009,6                | 0,3%        | 1,1%                              | 5,7%        |
|                  | Nikkei**   | 21975,8               | 1,0%        | 3,7%                              | 7,6%        |
|                  | DAX        | 12410,3               | 0,4%        | 2,3%                              | 8,7%        |
|                  | VIX        | 14,22                 | -2,7%       | -12,6%                            | -32,9%      |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent | 62,2                  | 0,0%        | 0,1%                              | 6,7%        |
|                  | Złoto      | 1513,0                | 1,2%        | -0,4%                             | -0,4%       |

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

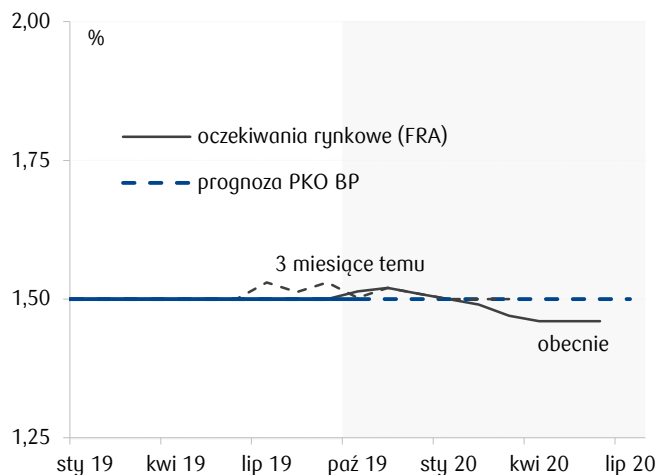
## Notowania złotego wobec głównych walut



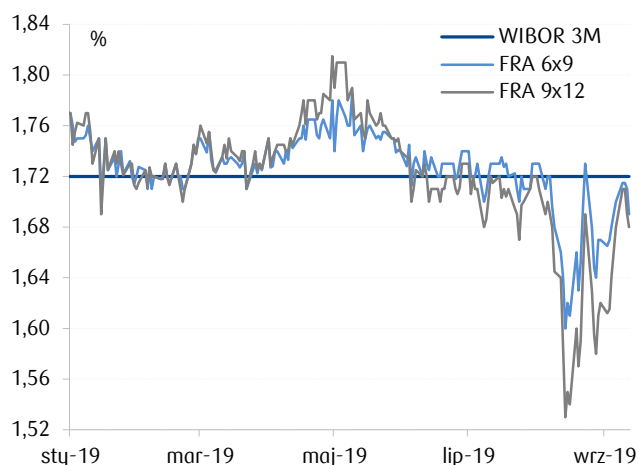
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



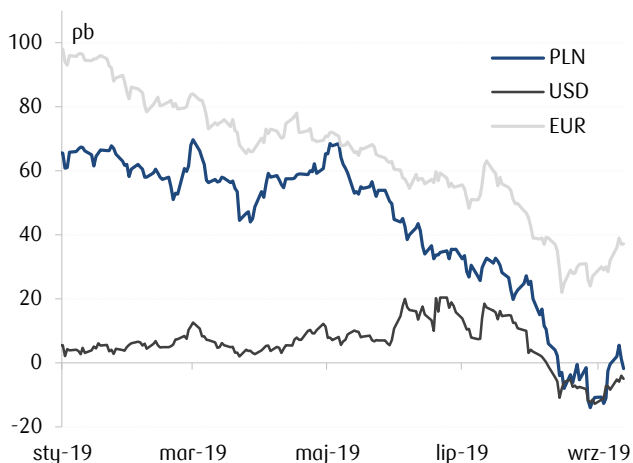
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



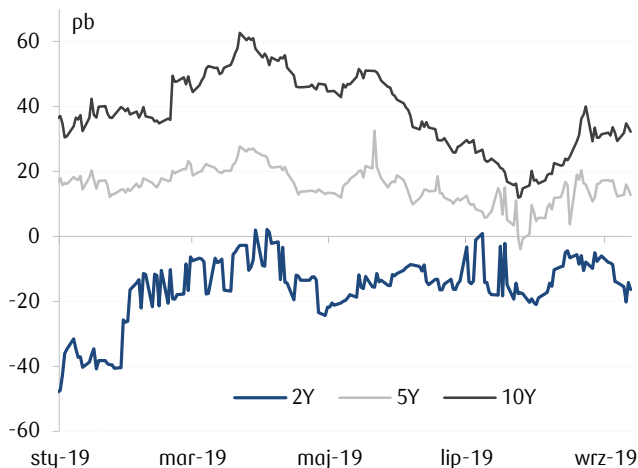
Krótkoterminowe stopy procentowe



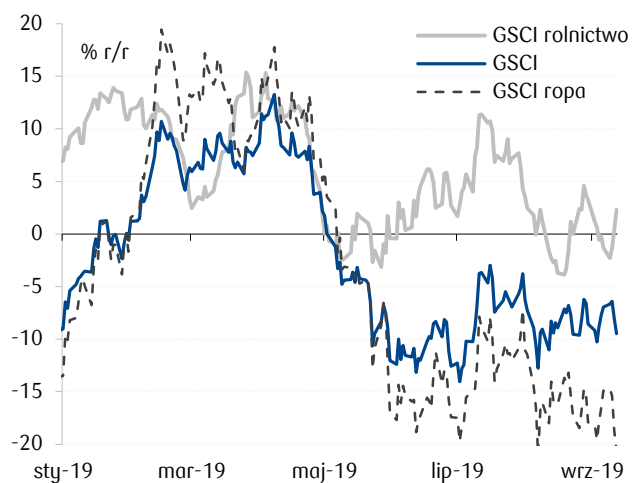
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



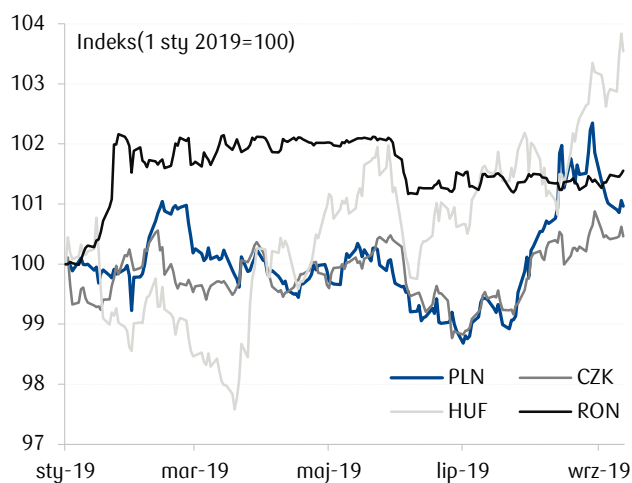
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: (22) 521 80 84  
f: (22) 521 88 87  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

(22) 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

(22) 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska  
dr Marcin Czaplicki, CFA  
Urszula Kryńska  
dr Michał Rot

[marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl)  
[marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl)  
[urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl)  
[michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl)

(22) 521 67 97  
(22) 521 54 50  
(22) 521 51 32  
(22) 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl)

(22) 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek  
dr Mariusz Dziwulski  
Michał Koleśnikow  
Piotr Krzysztofik  
Wojciech Matysiak  
Katarzyna Piętka-Kosińska  
Filip Romanowski  
Anna Senderowicz

[agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl)  
[mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl)  
[michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl)  
[piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl)  
[wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl)  
[katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl)  
[filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl)  
[anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl)

(22) 521 81 22  
(22) 521 81 88  
(22) 521 81 23  
(22) 521 81 25  
(22) 521 51 80  
(22) 521 65 15  
(22) 521 87 39  
(22) 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

[marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl)

(22) 521 72 24

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.