

10 października 2019

Fed zastanawia się nad końcem minicyklu obniżek stóp

Dziś w centrum uwagi:

- **Minutes EBC** dostarczą podpowiedzi, co do możliwych dalszych działań banku. Podjęta we wrześniu decyzja o znaczącym luzowaniu polityki pieniężnej nie była jednomyślna, publikacja może więc rzucić więcej światła na rozbieżności w ramach Rady i - być może - podpowiedzieć, co EBC planuje zrobić w przypadku (prawdopodobnego) dalszego pogorszenia koniunktury w Europie.
- **Dane inflacyjne (CPI) z USA** (za wrzesień) mogą pokazać przyspieszenie tempa wzrostu cen, przy stabilnej (i wysokiej) inflacji bazowej. Póki co dane inflacyjne nie wspierają scenariusza dalszych obniżek stóp, w przeciwieństwie do danych ze sfery realnej.
- **Czeska inflacja CPI** mogła pozostać stabilna we wrześniu, wciąż powyżej celu CNB, na co wpływały podwyższone ceny żywności.
- **Sierpniowe dane o handlu zagranicznym Niemiec** pokażą kontynuację niesprzyjającej koniunktury w przetwórstwie. Utrzymywanie się relatywnie silnego importu (wciąż solidny popyt wewnętrzny), przy słabnącym eksporcie (malejący popyt zewnętrzny) prowadzi do ograniczania nadwyżki handlowej za Odrą.

Przegląd wydarzeń:

- **USA: Minutes z posiedzenia FOMC we wrześniu wskazują, że Fed zastanawiał się wówczas, kiedy zakończyć „sródcykliczne” luzowanie polityki pieniężnej.** Decydenci byli podzieleni w sprawie prognoz dotyczących najlepszej przyszłej ścieżki dla stóp procentowych. Decyzja o obniżce stóp była skutkiem generalnie gorszej oceny perspektyw wzrostu gospodarczego wynikających z utrzymującej się niepewności i warunków polityki handlowej. Pięcioro z nich nie chciało obniżki stóp, a kolejnych pięcioro uważało, że wrześniowa obniżka powinna być ostatnią w tym roku. Członkowie FOMC zgodzili się, że obserwowane we wrześniu zaburzenia na rynku pieniężnym sugerują, iż należy wkrótce omówić odpowiedni poziom bilansu rezerw, wystarczający do wsparcia wydajnej i skutecznej realizacji polityki pieniężnej. Taka techniczna decyzja powinna być jednak odróżniona od wcześniejszych programów zakupu aktywów netto na dużą skalę (co zrobił już J.Powell w wystąpieniu w ostatni wtorek). W naszej ocenie napływające dane sugerują, że kolejna obniżka stóp Fed na grudniowym posiedzeniu jest wciąż prawdopodobna.
- **USA: J.Powell powiedział, że amerykańska gospodarka pozostaje w dobrej kondycji, pomimo pewnych zagrożeń dla perspektyw wzrostu, a zadaniem banku centralnego jest utrzymanie takiego stanu.**

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

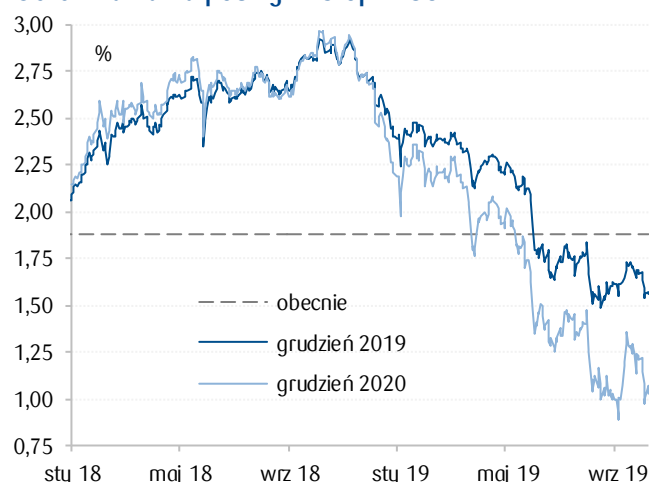
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Oczekiwania na podwyżkę stóp w USA



Źródło: Reuters Datastream, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



- **USA/CHN:** Wg nieoficjalnych informacji **chińscy negocjatorzy** rozpoczynający dzisiaj rozmowy handlowe w Waszyngtonie nie spodziewają się wynegocjowania szerokiej umowy handlowej, jednak **ciągle wierzą w osiągnięcie częściowego porozumienia**, o ile prezydent Trump powstrzyma się przed wprowadzaniem nowych ceł.
- **POL:** Agencja Moody's **podtrzymała prognozy wzrostu PKB Polski na lata 2019-20** na poziomie odpowiednio: 4,4% i 3,7%. Według agencji, profil makroekonomiczny Polski wspiera bardzo mocna siła gospodarcza kraju i wysoka siła instytucjonalna. Ocena uwzględnia „znaczące” ryzyko przed którym stoi sektor bankowy z uwagi na kwestię walutowych kredytów hipotecznych.
- **POL:** Zdaniem E.Łona (RPP) polski bank centralny powinien brać pod uwagę obniżkę stóp przy podejmowaniu decyzji nt. polityki pieniężnej. Jednocześnie wskazał on na to, że NBP powinien, w ślad za bardziej rozwiniętymi gospodarkami, zwiększać wielkość swojej sumy bilansowej.

Znalezione w sieci:

- Wyjaśnienie systemu różnicowania stóp procentowych przez EBC (Obserwator Finansowy): [EBC gotowy na dłuższe utrzymywanie ujemnych stóp](#).
- O wpływie niekonwencjonalnej polityki banków centralnych na funkcjonowanie rynków (BIS): [Large central bank balance sheets and market functioning](#).
- Raport oceniający niekonwencjonalne narzędzia polityki pieniężnej (BIS): [Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis](#).
- Starzenie się populacji prowadzi do wzrostu udziału usług w gospodarce, (NBER): [Population Aging and Structural Transformation](#).
- Analiza relacji handlowych między Polską i Niemcami m.in. eksportu wartości dodanej, (PIE): [Nowe oblicze handlu Polski z Niemcami](#).

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 4 października						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz)	14:30	130 tys.	140 tys.	--	136 tys.	Najniższe od 1969 bezrobocie pokazuje siłę rynku pracy. Warto jednak pamiętać, że bezrobocie to zmienna opóźniona wobec bieżącej kondycji gospodarki. Dane o zatrudnieniu i płacach pokazują, że popyt na rynku pracy stopniowo słabnie.
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	3,7%	3,7%	--	3,5%	
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz)	14:30	3,2% r/r	3,2% r/r	--	2,9% r/r	
Poniedziałek, 7 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie)	8:00	-2,1% m/m	-0,5% m/m	--	-0,6% m/m	Nie widać oznak końca recesji w niemieckim przemyśle, coraz więcej natomiast wskazuje, że zaczyna się ona rozlewać na inne sektory gospodarki, W październiku, wg Sentix, gospodarka całej strefy euro dołączyła do Niemiec i znalazła się w recesji.
EUR: Indeks Sentix (paź)	10:30	-11,1 pkt.	-12,8 pkt.	--	-16,8 pkt.	
Wtorek, 8 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie)	8:00	-0,4% m/m	-0,2% m/m	--	0,3% m/m	Niewielki wzrost produkcji m/m i pogłębienie spadków w ujęciu r/r. Wyhamowanie inflacji odzwierciedla normalizację cen żywności, i pogłębienie spadków w transporcie. Najgłębszy od czterech lat miesięczny spadek bazowego wskaźnika PPI.
HUN: Inflacja CPI (wrz)	9:00	3,1% r/r	3,0% r/r	--	2,8% r/r	
USA: Inflacja PPI (wrz)	14:30	1,8% r/r	1,8% r/r	--	1,4% r/r	
Środa, 9 października						
USA: Minutes Fed (wrz)	20:00	--	--	--	--	Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC pokazały, że Fed już wówczas zastanawiał się kiedy zakończyć „środcykliczne” luzowanie polityki pieniężnej w USA.
Czwartek, 10 października						
GER: Bilans handlowy (sie)	8:00	21,4 mld EUR	17,9 mld EUR	--	--	Odnotowany w lipcu zaskakująco silny wzrost eksportu miał raczej charakter jednorazowy. Badania koniunktury i dane o zamówieniach zapowiadają stagnację eksportu, co będzie ograniczać nadwyżkę handlową Niemiec. Inflacja pozostawała ostatnio nieznacznie powyżej prognoz CNB, głównie ze względu na relatywnie wysokie ceny żywności. Decyzja o znaczącym luzowaniu polityki pieniężnej podjęta we wrześniu przez EBC nie była jednomyślna. Minutes mogą rzucić więcej światła na rozbieżności. Dane inflacyjne wspierają argumentację większości członków FOMC, że optymalnym scenariuszem byłoby przynajmniej przejściowe wstrzymanie się od dalszych obniżek. Na taki scenariusz mogą jednak nie pozwolić dane ze sfery realnej i wydarzenia geopolityczne.
GER: Eksport (sie)	8:00	0,7% m/m	-1,0% m/m	--	--	
GER: Import (sie)	8:00	-1,5% m/m	0,3% m/m	--	--	
CZE: Inflacja CPI (wrz)	9:00	2,9% r/r	2,9% r/r	--	--	
EUR: Minutes ECB (wrz)	13:30	--	--	--	--	
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	1,7% r/r	1,9% r/r	--	--	
USA: Inflacja bazowa (wrz)	14:30	2,4% r/r	2,4% r/r	--	--	
Piątek, 11 października						
GER: Inflacja CPI (wrz, rew.)	8:00	1,4% r/r	1,2% r/r	--	--	Wstępne dane pokazały wyhamowanie inflacji, m.in. za sprawą normalizacji cen żywności. Według badań silny wzrost dochodów jest głównym źródłem optymizmu amerykańskich konsumentów. Chociaż popyt na rynku pracy słabnie, to nie na tyle silnie by znacząco pogorszyć perspektywy dochodów z pracy. Konsumpcja powinna więc nadal stabilizować gospodarkę. Oczekujemy utrzymania zarówno oceny wiarygodności Polski jak i jej perspektyw.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź, wst.)	16:00	93,2 pkt.	92,0 pkt.	--	--	
POL: Rating wg S&P/Moody's	--	A-/A2	--	A-/A2	--	

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

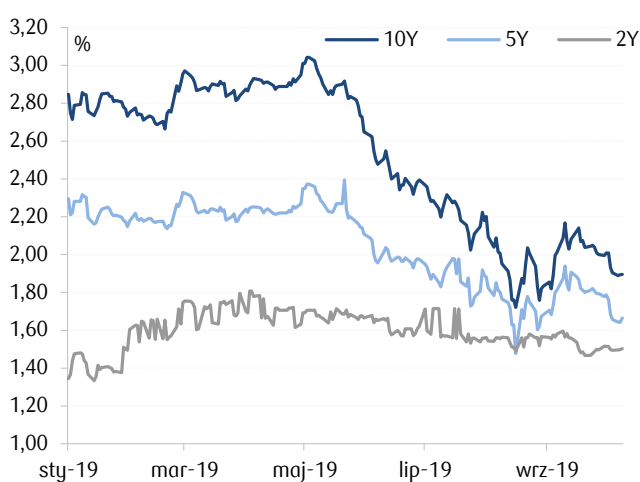
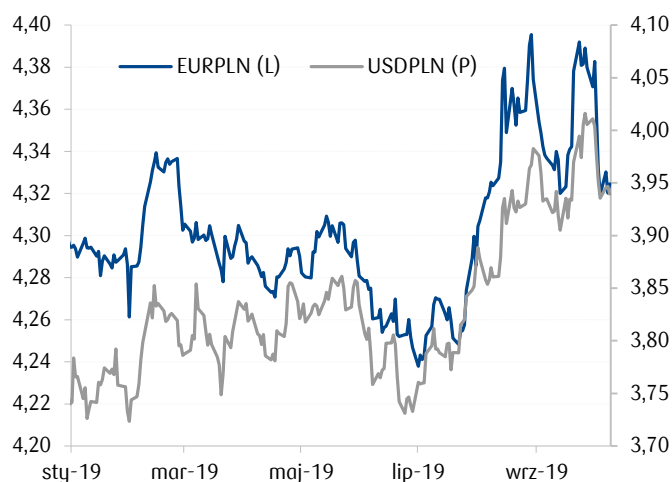
Podstawowe dane rynkowe

		Wartość 2019-10-09	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,3246	0,10%	-0,79%	-0,36%
	USDPLN	3,9386	-0,12%	-1,11%	-0,20%
	CHFPLN	3,9575	-0,33%	-0,77%	-0,36%
	GBPPLN	4,8166	0,00%	-1,67%	-1,12%
	EURUSD	1,0980	0,21%	0,32%	-0,15%
	EURCHF	1,0928	0,43%	-0,03%	0,00%
	GBPUSD	1,2217	0,01%	-0,72%	-1,04%
	USDJPY	107,39	0,27%	0,03%	-0,33%
	EURCZK	25,80	0,04%	0,05%	-0,38%
	EURHUF	334,24	0,15%	0,13%	0,34%
Obligacje	PL2Y	1,50	0	-1	-8
	PL5Y	1,67	2	-10	-18
	PL10Y	1,90	0	-11	-18
	DE2Y	-0,74	3	1	8
	DE5Y	-0,79	4	0	7
	DE10Y	-0,56	4	-1	1
	US2Y	1,47	5	-1	-20
	US5Y	1,41	5	-2	-18
	US10Y	1,59	5	-1	-15
Akcje	WIG20	2134,4	0,1%	1,7%	-2,5%
	S&P500	2919,4	0,9%	1,1%	-2,7%
	Nikkei**	21508,6	0,2%	0,8%	-1,2%
	DAX	12094,3	1,0%	1,4%	-2,1%
	VIX	18,64	-8,1%	-9,3%	27,6%
Surowce	Ropa Brent	58,0	0,0%	0,9%	-6,8%
	Złoto	1507,5	0,3%	0,6%	0,8%

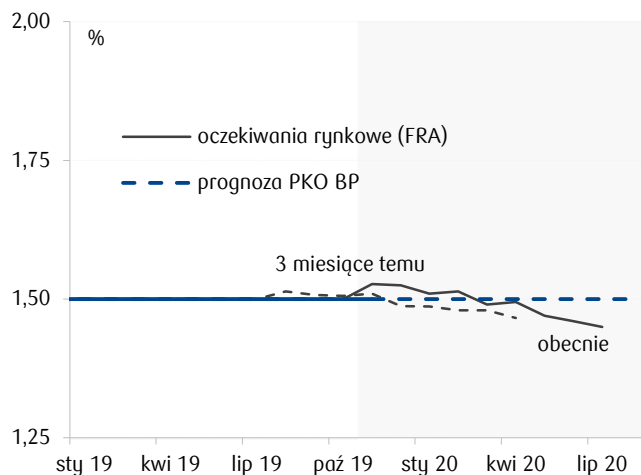
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji **zamknięcie dnia bieżącego.

Notowania złotego wobec głównych walut

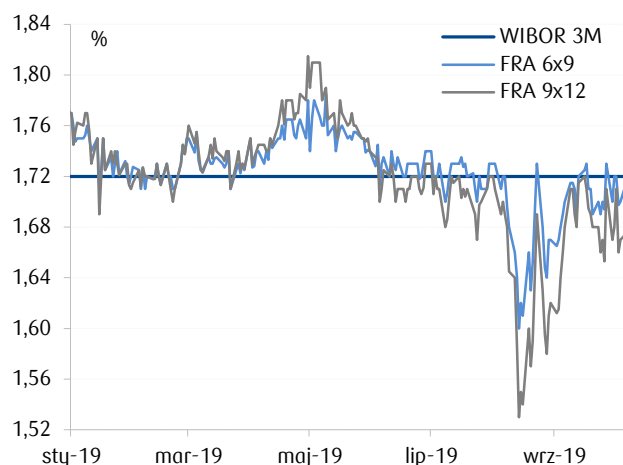
Rentowności polskich obligacji skarbowych



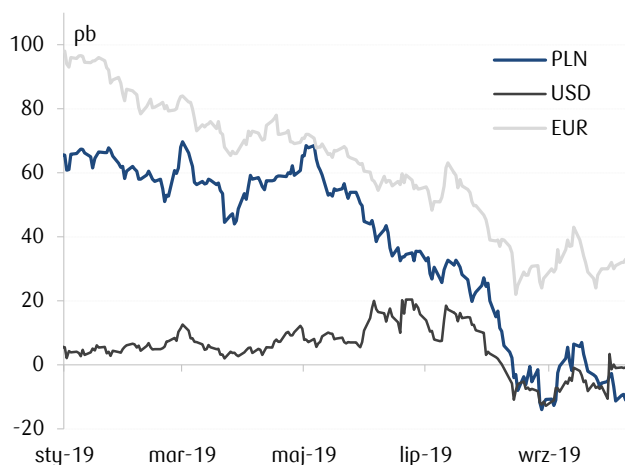
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



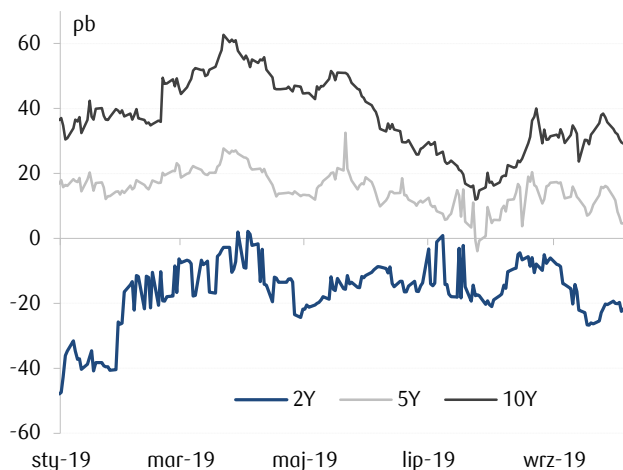
Krótkoterminowe stopy procentowe



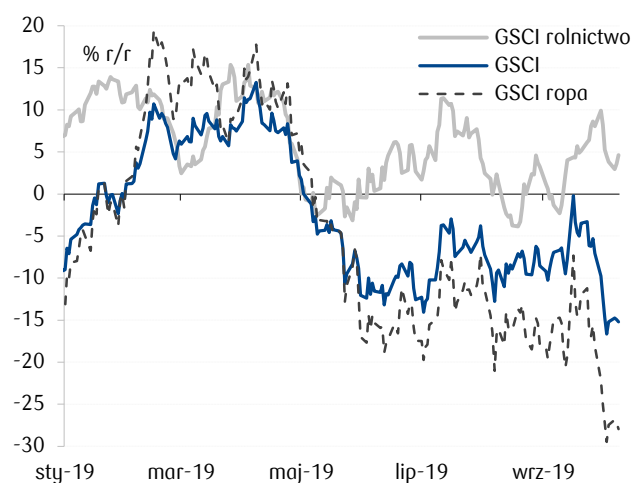
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



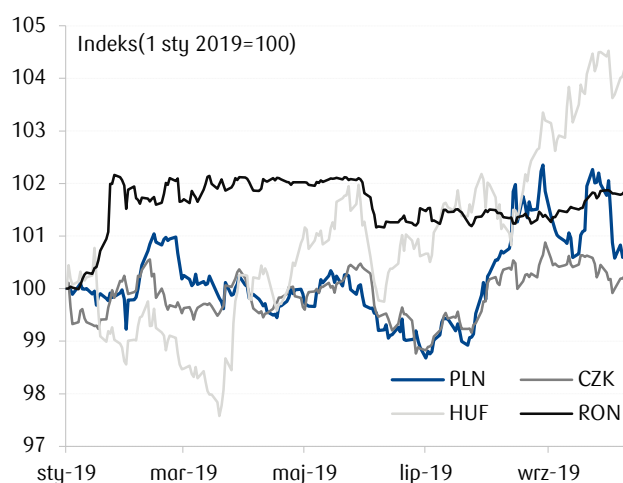
Spread asset swap dla PLN



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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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
marcin.czaplicki@pkobp.pl
urszula.krynska@pkobp.pl
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

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
mariusz.dziwulski@pkobp.pl
michal.kolesnikow@pkobp.pl
piotr.krzysztofik@pkobp.pl
wojciech.matysiak@pkobp.pl
katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl
filip.romanowski@pkobp.pl
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

22 521 72 24

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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.