

W oczekiwaniu na jastrzębią pauzę

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje inwestycyjne na dzień przed decyzją Fed pogorszyły się.** Indeksy giełdowe w Europie i USA obniżyły się, a rentowności obligacji wzrosły. Wzrost cen ropy naftowej Brent powyżej 95 USD/bbl wzmocnił spekulacje, że stopy procentowe będą musiały być utrzymywane na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas, aby zapobiec ponownemu odbiciu inflacji. Rentowności 5-letnich amerykańskich obligacji przebiły 4,50%, i były najwyższe od 2007, na co obok drożejącej ropy mogła wpłynąć niemiła niespodzianka inflacyjna w danych z Kanady (inflacja za sierpień wzrosła do 4,0% r/r z 3,3% r/r w lipcu). Kurs EURPLN wzrósł do 4,66, a krajowa krzywa dochodowości przesunęła się nieznacznie w górę.
- Dziś wieczorem kluczowy punkt programu na cały tydzień, czyli decyzja Fed.** Zakładamy, że amerykańscy bankierzy centralni nie pójdą śladem EBC i pozostawią stopy procentowe bez zmian (główna 5,25-5,50%). Za taką decyzją przemawia normalizacja procesów inflacyjnych (która następuje pomimo wzrostu inflacji „headline”) oraz dalsze oznaki schłodzenia sytuacji na rynku pracy. Z drugiej strony, kondycja sfery realnej gospodarki jest nadal bardzo dobra, dlatego Fed najprawdopodobniej nie zamknie drzwi do ewentualnych dalszych podwyżek. Nowe projekcje mogą pokazać rewizję w górę ścieżki PKB, podczas gdy oczekiwana inflacja oraz poziom stóp procentowych (w prognozach bankierów centralnych) najpewniej nie ulegną znaczącym zmianom. Według CME FedWatch Tool, inwestorzy niemal jednogłośnie oczekują, że Fed pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie.
- Wydarzenia po naszej stronie Atlantyku będą w cieniu wiadomości z Fed.** Już o 8.00 opublikowane zostaną dane o cenach w niemieckim przemyśle za sierpień. Konsensus wskazuje na ich głęboki spadek (o -12,6 r/r), ponad dwukrotnie silniejszy niż w lipcu (-6,0% r/r). O tej samej porze zostanie opublikowana sierpniowa inflacja CPI z Wielkiej Brytanii, szczególnie istotna przed jutrzejszym posiedzeniem BoE.
- W kraju poznamy dane z przemysłu oraz wskaźniki rynku pracy za sierpień.** Naszym zdaniem zobaczymy w nich wyhamowanie spadku produkcji sprzedanej przemysłu (PKO: -1,7% r/r) i pogłębienie deflacji w cenach

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

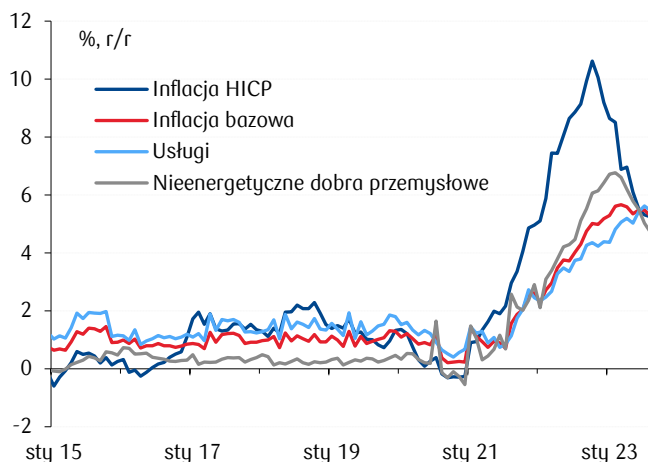
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-09-19	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6560	0,3
USDPLN	4,3555	0,1
CHFPLN	4,8516	0,1
GBPPLN	5,4065	0,6
EURUSD	1,0690	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,93	4
PL5Y	5,17	1
PL10Y	5,70	6
DE10Y	2,74	2
US10Y	4,37	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	66 136,4	-0,5
DAX	15 664,5	-0,4
S&P500	4 444,0	-0,2
Nikkei**	33 058,4	-0,6
Shanghai Comp.**	3 114,8	-0,3
Surowce:		
Złoto	1933,70	0,4
Ropa Brent	94,34	-0,1

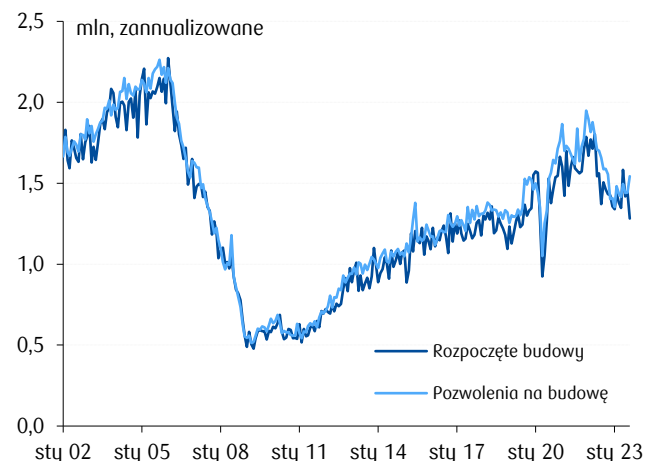
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja HICP w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Rynek nieruchomości w USA

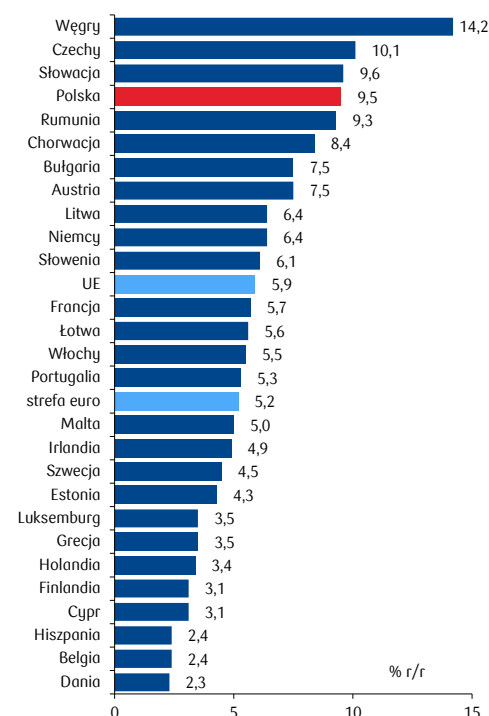


producentów, czyli obniżenie ujemnej dynamiki PPI (PKO: -2,4% r/r). Jednocześnie spodziewamy się przyspieszenia wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw i stabilizacji dynamiki zatrudnienia. Solidny wzrost przeciętnego wynagrodzenia (PKOe: 12,1% r/r), wyższy od inflacji (10,1% r/r), powinien wraz z poczuciem stabilności zatrudnienia wspierać poprawę nastrojów konsumentów. Zakładamy więc, że publikowane także dzisiaj dane o koniunkturze konsumenckiej za wrzesień potwierdzą poprawę nastrojów.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **EUR:** Eurostat minimalnie zrewidował w dół dane o inflacji w strefie euro za sierpień. Wskaźnik HICP obniżył się do 5,2% r/r (wobec wstępnego szacunku 5,3% r/r i po 5,3% r/r w lipcu). Najbardziej do wzrostu cen konsumpcyjnych w strefie euro przyczyniły się rosnące ceny usług (dodały do inflacji 2,41pp), niewiele mniejszy był wkład cen żywności, wyrobów alkoholowych i tytoniowych (+1,98pp). Inflacja bazowa (HICP bez energii, żywności i używek), obniżyła się do 5,3% r/r (z 5,5% r/r w lipcu), tak jak wskazywał wcześniejszy szacunek Eurostatu. W całej UE inflacja HICP spadła do 5,9% r/r z 6,1% r/r w lipcu. Najniższa była w Danii (2,3% r/r), Hiszpanii oraz Belgii (po 2,4% r/r), natomiast najwyższa na Węgrzech (14,2% r/r), w Czechach (10,1% r/r) i na Słowacji (9,6% r/r). W Polsce inflacja HICP spadła w sierpniu do poziomu jednocyfrowego i wyniosła 9,5% r/r (po 10,3% r/r w lipcu).
- **ŚWIAT:** Najnowsze prognozy OECD przewidują, że światowy wzrost gospodarczy w 2024 spowolni do 2,7% r/r (rewizja w dół z 2,9% r/r) z 3,0% r/r w 2023. Niższy niż oczekiwano w poprzedniej prognozie wzrost wynika z rozczarowującego tempa wychodzenia z popandemicznego dołka w Chinach oraz z zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W związku z uporczywością inflacji bazowej, OECD ocenia, że przestrzeń do ewentualnych obniżek stóp procentowych jest ograniczona. Dla strefy euro, po niewielkiej rewizji w dół wobec czerwcowej prognozy, OECD przewiduje wzrost PKB w 2024 na poziomie 1,1% r/r (w tym dla Niemiec 0,9% r/r, Francji 1,2% r/r). W USA wzrost gospodarczy powinien być wyższy niż oczekiwano w czerwcu i wynieść 1,3% r/r. Zgodnie z prognozą, inflacja będzie się stopniowo obniżać – w strefie euro z 5,4% r/r w 2023 do 3,6% r/r w 2024 a w USA z 4,2% r/r w 2023 do 2,6% r/r w 2024.
- **USA:** Liczba rozpoczętych inwestycji budowy domów w USA w sierpniu obniżyła się do najniższego poziomu od czerwca 2020 i wyniosła 1,28 mln (kons: 1,44 mln). Spadek wynikał z gwałtownego obniżenia rozpoczynanych inwestycji wielorodzinnych i mógł mieć związek z huraganem Hilary, który w zeszłym miesiącu nawiedził Kalifornię. Jednocześnie liczba wniosków o pozwolenie na budowę wzrosła do 1,54 mln – wyraźnie powyżej konsensusu (1,45 mln) i najmocniej od około roku. W danych widoczne jest przesunięcie preferencji w kierunku budownictwa jednorodzinnego, w którym można oczekiwać ożywienia. Pozwolenia na budowę domów jednorodzinnych wydawane były w sierpniu w tempie najszybszym od maja 2022.
- **EUR:** E.Kammer, szef departamentu europejskiego w MFW, ocenił, że EBC będzie musiał utrzymać stopy na obecnym poziomie przez przyszły rok, jeśli chce powrotu inflacji do celu przed końcem 2025. Zdaniem ekonomisty, EBC powinien być gotowy do rozważenia kolejnych podwyżek stóp procentowych, o ile pojawi się taka konieczność. E.Kammer przestrzegł jednocześnie, że zbyt wczesne obniżki stóp mogą się okazać kosztowną pomyłką. O.Arce, dyrektor generalny EBC w obszarze ekonomii podkreślił z kolei, że nadal istnieje „duża niepewność” co do perspektyw inflacji. Stwierdził, że jego ekonomiści lepiej potrafią przewidywać presję cenową i kształtowanie się płac, co zwiększa zaufanie do prognoz instytucji.
- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński w wywiadzie dla PAP ocenił, że po dostosowaniu stóp procentowych we wrześniu przestrzeń do ich dalszych

Inflacja HICP w UE w sierpniu



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

obniżek znacząco zawężyła się, choć nadal będzie się pojawiać wraz z napływającymi danymi. Prezes dodał, że inflacja i PKB będą kształtować się poniżej wskazań z lipcowej projekcji, co jest m.in. związane z pogorszeniem perspektyw wzrostu gospodarki niemieckiej i, obok szybkiej dezinflacji, było przesłanką stojącą za wrześniową obniżką stóp o 75pb. A.Głapiński podkreślał przy tym, że realne stopy procentowe w Polsce są dodatnie i wyższe niż były jeszcze kilka miesięcy temu. Zdaniem Prezesa głosy, że NBP faktycznie podniósł cel inflacyjny powyżej 3,5% to „całkowicie błędne i szkodliwe opinie”, a NBP nie zmienia ani realizowanej strategii celu inflacyjnego, ani samego poziomu celu. Zapytany o to, jak NBP interpretuje osłabienie złotego po ostatniej obniżce stóp A.Głapiński odpowiedział, że jesteśmy w reżimie płynnego kursu złotego, a więc wahania kursu są rzeczą naturalną.

- **POL: J.Tyrowicz (RPP) uważa, że z projekcji NBP wiemy, iż stopa 6,75% nie sprowadzała inflacji do celu.** Członkini RPP powiedziała, że do sprowadzenia inflacji do celu w horyzoncie, w którym „nie zostanie zniweczona wiarygodność NBP” potrzeba stóp procentowych na poziomie przynajmniej 7,75%, czemu dała wyraz składając wnioski o podwyżki stóp (o 100pb na każdym posiedzeniu od października 2022).
- **POL: L.Kotecki (RPP) powiedział, że ponieważ inflacja jest wyższa od celu inflacyjnego, to nie ma przestrzeni by bank centralny wspierał politykę gospodarczą.** Zaznaczył, że trudnością w kształtowaniu polityki pieniężnej jest brak wiedzy co do kształtu i skali ekspansywności / restrykcyjności przyszłej polityki fiskalnej, więc widzi przestrzeń na potencjalny dialog pomiędzy stroną fiskalną i monetarną w tym zakresie.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 września						
POL: Inflacja CPI (sie, rew.)	10:00	% r/r	10,8	10,1	10,1	10,1
EUR: Bilans handlowy (lip)	11:00	mld EUR	8,6	--	--	2,9
USA: Produkcja przemysłowa (sie)	15:15	% m/m	0,7	0,1	--	0,4
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	69,5	69,2	--	67,7
Poniedziałek, 18 września						
POL: Inflacja bazowa (sie)	14:00	% r/r	10,6	10,1	10,0	10,0
Wtorek, 19 września						
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,3	--	5,2
EUR: Inflacja bazowa (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,5	5,3	--	5,3
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1,442	1,450	--	1,540
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1,452	1,440	--	1,283
Środa, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	% r/r	-6,0	-12,6	--	--
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	-1,7	-2,6	-2,4	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	-2,7	-1,7	-1,7	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	10,4	11,9	12,1	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	0,1	0,1	0,1	--
POL: Koniunktura konsumencka (wrz)	10:00	pkt.	-22,3	-21,3	-21,0	--
USA: Posiedzenie Fed (wrz)	20:00	%	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	--
Czwartek, 21 września						
SWI: Posiedzenie SNB (wrz)	9:30	%	1,75	2,00	1,75	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (wrz)	9:30	%	3,75	4,0	4,0	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (wrz)	10:00	%	4,0	4,25	4,25	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	1,1	1,1	1,5	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	-4,0	-3,8	-4,0	--
UK: Posiedzenie BoE (wrz)	13:00	%	5,25	5,50	5,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-219,3	-219,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz)	14:30	tys.	220	225	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	4,07	4,10	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz, wst.)	16:00	pkt.	-16,0	-15,0	--	--
Piątek, 22 września						
JP: Posiedzenie BoJ (wrz)	--	%	-0,1	-0,1	-0,1	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	39,1	38,5	--	--
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	47,3	47,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	43,5	43,5	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	47,9	47,8	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	8,0	7,4	6,9	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	47,9	47,9	--	--
POL: Decyzja Moody's w sprawie ratingu Polski	--	--	A2 (stabilna)	--	A2 (stabilna)	--

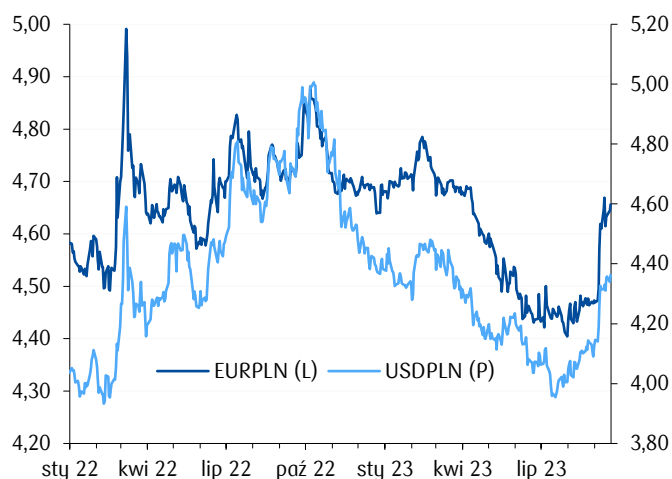
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-09-19	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,6560	0,3	-0,3	4,2	-1,5	4,6
	USDPLN	4,3555	0,1	-0,1	5,8	-7,9	15,9
	CHFPLN	4,8516	0,1	-0,6	3,7	-1,1	17,2
	GBPPLN	5,4065	0,6	0,0	3,0	0,0	11,5
	EURUSD	1,0690	0,1	-0,2	-1,5	7,0	-9,8
	EURCHF	0,9597	0,1	0,3	0,5	-0,5	-10,8
	GBPUSD	1,2402	0,2	-0,5	-2,6	8,7	-3,5
	USDJPY	147,71	0,0	0,3	1,3	2,8	40,0
	EURCZK	24,44	-0,1	-0,5	1,5	-0,8	-8,7
	EURHUF	383,63	-0,3	-0,4	0,5	-3,8	7,2
Obligacje	PL2Y	4,93	4	18	-44	-167	487
	PL5Y	5,17	1	5	-38	-136	447
	PL10Y	5,70	6	6	-9	-50	432
	DE2Y	3,29	2	16	19	156	398
	DE5Y	2,77	2	12	10	93	345
	DE10Y	2,74	2	10	8	79	322
	US2Y	5,10	3	9	6	114	496
	US5Y	4,52	6	11	4	77	425
	US10Y	4,37	5	10	4	79	369
Akcje	WIG	66 136,4	-0,5	-0,6	-3,0	34,3	32,2
	WIG20	1 930,9	-0,7	-1,0	-3,9	28,9	10,7
	S&P500	4 444,0	-0,2	-0,4	1,3	15,2	30,7
	NASDAQ100	15 191,2	-0,2	-0,6	1,9	28,2	32,8
	Shanghai Composite**	3 114,8	-0,3	-0,7	-0,2	-0,2	-5,5
	Nikkei**	33 058,4	-0,6	0,9	3,8	19,4	40,9
	DAX	15 664,5	-0,4	-0,3	-0,3	23,6	18,5
	VIX	15,57	-0,7	-1,8	-13,0	-43,1	-48,8
Surowce	Ropa Brent	94,3	-0,1	2,5	12,3	4,1	132,8
	Ropa WTI	91,2	-0,3	2,7	14,5	8,0	138,2
	Złoto	1933,7	0,4	1,1	1,9	16,0	-1,0

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

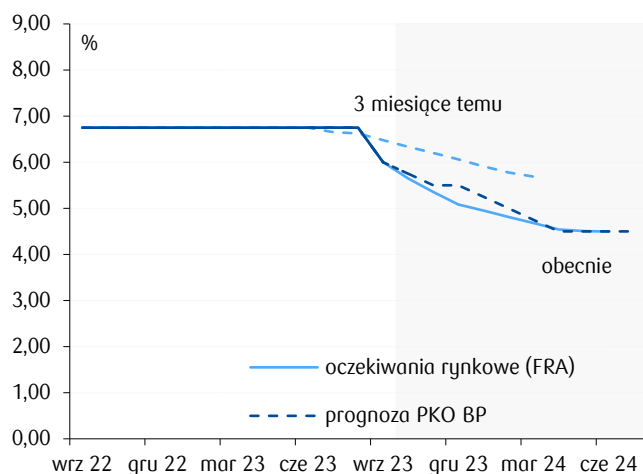
Notowania złotego wobec głównych walut



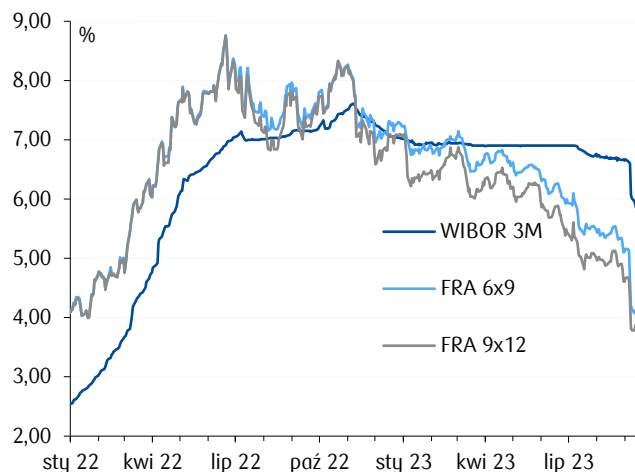
Rentowności polskich obligacji skarbowych



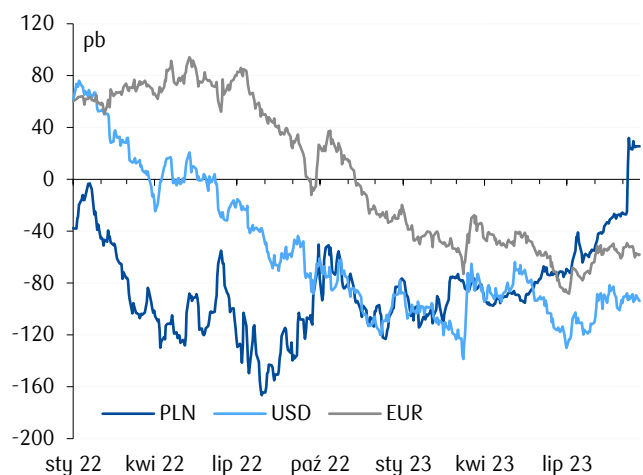
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



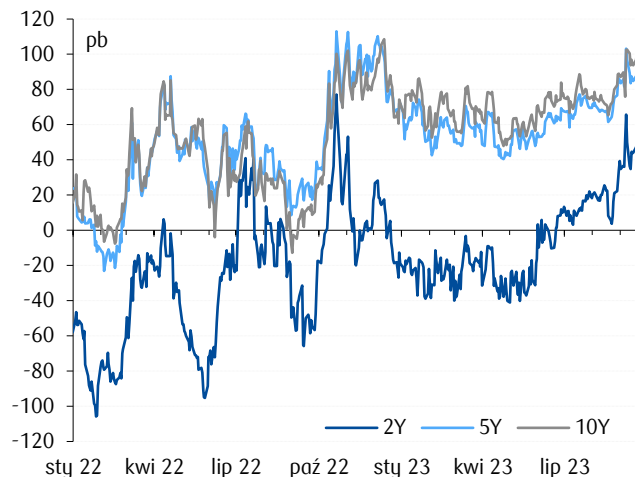
Krótkoterminowe stopy procentowe



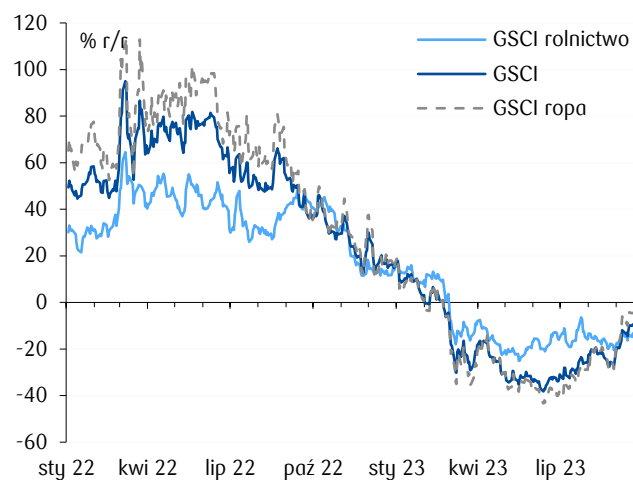
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



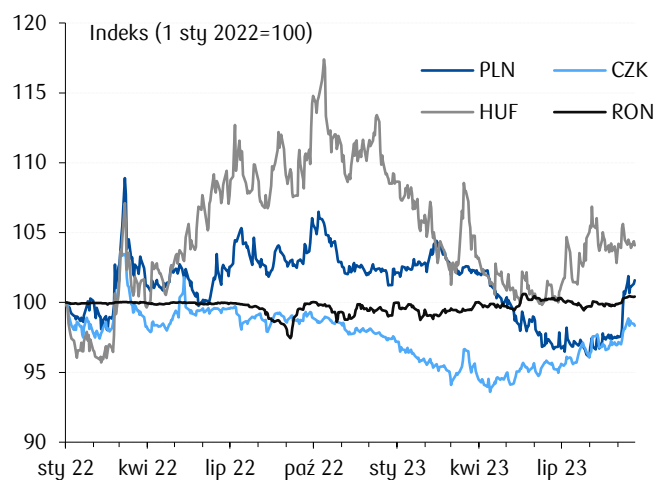
Spread asset swap dla PLN



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 S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
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 (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

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, usługi 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.