

### „Stop” w niemieckim przemyśle

#### Dziś w centrum uwagi:

- Po wczorajszych szokująco słabych odczytach niemieckiej koniunktury wg PMI, dziś na znaczeniu zyskuje odczyt alternatywnej miary nastrojów Niemczech – indeksu Ifo. Potwierdzenie najłagodniejszych od połowy 2009 nastrojów w przetwórstwie i wyraźnego pogorszenia koniunktury w usługach będzie potęgować obawy przed przedłużającą się recesją, oraz zwiększy presję na EBC (dalsze luzowanie polityki pieniężnej), a także na niemieckie władze, wciąż zwlekające z wprowadzeniem wymiernego stymulusu fiskalnego.
- W Wlk. Brytanii Sąd Najwyższy ogłosi dziś wyrok w sprawie zgodności z prawem zawieszenia obrad brytyjskiego parlamentu. Podtrzymanie niekorzystnego dla B. Johnsona wyroku Sądu Najwyższego w Szkocji będzie oznaczało konieczność wznowienia obrad przez parlament. Za bardziej prawdopodobne uważa się jednak, że sąd podtrzyma korzystny dla premiera wyrok sądu angielskiego, który odmówił uznania zawieszenia parlamentu za nielegalne.
- W kraju w centrum uwagi znajdzie się publikacja **Biuletynu Statystycznego**, która rzuci więcej światła m.in. na szczegóły wzrostu wynagrodzeń w sierpniu oraz potwierdzi, że **stopa bezrobocia** w sierpniu utrzymała się na poziomie z lipca (5,2% wg szacunku MRPiPS).
- Wśród pozostałych wartych odnotowania wydarzeń są publikacja amerykańskiego indeksu nastrojów konsumentów Conference Board za wrzesień oraz posiedzenie Banku Węgier.

#### Przegląd wydarzeń:

- **EUR: PMI w przetwórstwie przemysłowym** we wrześniu (dane wstępne) spadł nieoczekiwanie do 45,2 pkt. (wobec 47,0 w sierpniu; kons.: 47,5). Struktura odczytu sugeruje, że to jeszcze nie koniec spadków, a okres pozostawiania wskaźnika poniżej progu 50 pkt. wydłuży się. W strukturze geograficznej negatywnie wyróżniają się przede wszystkim wstępne odczyty PMI z Niemiec, gdzie indeks dla przetwórstwa spadł do najniższego poziomu od 2009. Obniżył się także PMI w niemieckim sektorze usługowym sygnalizując, że przemysł zaczął „zarażać” odporne dotychczas na spowolnienie usługi. Dodatkowo widać, że poluzowanie warunków finansowych (m.in. efekt słabszego euro wobec dolara), z jakim mamy do czynienia w strefie euro, nie przekłada się na wyniki gospodarki realnej. To powinno wspierać gołębią postawę EBC i skutkować dalszym poluzowaniem polityki pieniężnej w strefie euro (czego

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

@PKO\_Research

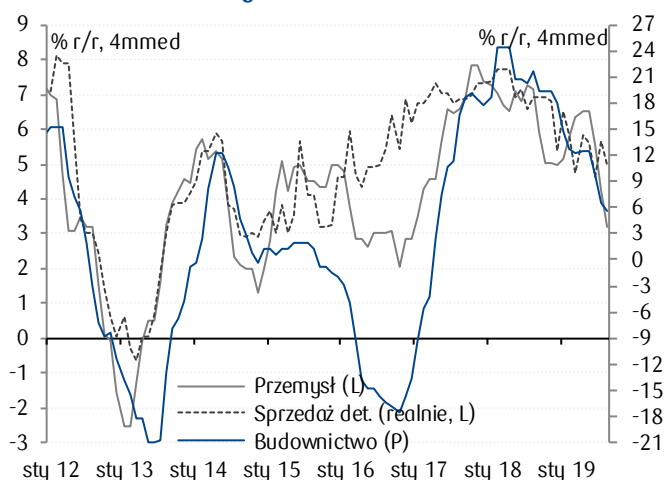
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

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

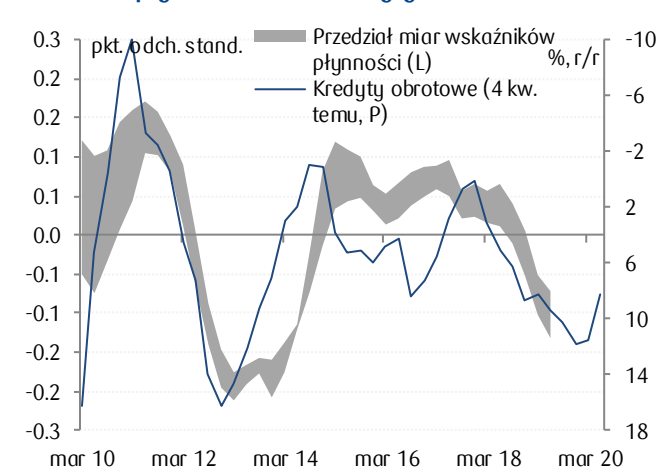
**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

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

#### Sfera realna - trendy



#### Wskaźniki płynności firm a kredyty obrotowe



Źródło: GUS, Eurostat, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

spodziewamy się w grudniu).

- **EUR: M.Draghi** powiedział, że biorąc pod uwagę perspektywę dla wzrostu PKB i niepewności, polityka pieniężna musi pozostać wysoce akomodacyjna przez dłuższy czas.
- **POL: Produkcja budowlano-montażowa** w sierpniu wzrosła o 2,7% r/r (wobec 6,6% r/r w lipcu; kons.: 2,8%). Jest to kolejny miesiąc wyników budownictwa, który potwierdza, że mijamy szczyt wykorzystania środków z UE na inwestycje publiczne z perspektywy finansowej 2014-2020. Łączne wyniki sfery realnej w sierpniu potwierdzają rosnącą rozbieżność (por. wykres) między sytuacją w przemyśle i budownictwie a sektorami handlu i usługowym, które otrzymały wsparcie w postaci impulsu fiskalnego. Stymulacja fiskalna powinna działać stabilizująco na tempo wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku.
- **POL: Podaż pieniądza M3** w sierpniu wzrosła o 9,9% r/r (wobec 9,9% r/r w lipcu; PKOe: 9,8%; kons.:10%). Połączenie transferów społecznych z silnym rynkiem pracy i środowiskiem niskich stóp procentowych skutkuje wzrostem dynamiki pieniądza gotówkowego oraz depozytów gospodarstw domowych. Spadło tempo wzrostu depozytów instytucji samorządowych oraz przedsiębiorstw. Dane z sektora bankowego pokazały wyraźne przyspieszenie dynamiki depozytów (skor. o kurs) do 11,3% r/r (najwyżej od maja 2016) wobec 10,2% r/r w lipcu, głównie na skutek wzrostu depozytów instytucji rządowych szczebla centralnego. Dynamika kredytów (skor. o kurs) spowolniła do 6,3% r/r z 6,4% r/r przy spowolnieniu tempa wzrostu kredytów konsumpcyjnych i dla instytucji rządowych. Dane potwierdzają bardzo dobrą kondycję budżetu oraz dużą płynność gospodarstw domowych po wypłacie transferów społecznych. Natomiast obniżenie się dynamiki kredytów obrotowych przedsiębiorstw z lokalnego szczytu na przełomie 2018/2019 sugeruje, że kondycja płynnościowa firm po osiągnięciu cyklicznego dołka w 4q19 powinna się stopniowo poprawiać na początku 2020 (por. wykres).
- **USA: PMI w przetwórstwie** przemysłowym we wrześniu nieznacznie wzrósł do 51,0 pkt (wobec 50,3 w sierpniu, kons.: 50,2). Choć odczyt wskaźnika utrzymał się powyżej neutralnego progu 50,0 pkt., to coraz słabsze odczyty z przetwórstwa i z sektora usługowego (gdzie PMI także balansuje nieco powyżej progu 50 pkt.) sugerują, że tempo wzrostu amerykańskiej gospodarki w 3q19 obniżyło się.
- **POL: W ocenie Komitetu Stabilności Finansowej dot. nadzoru makroostrożnościowego**, głównym źródłem ryzyka w krajowym systemie finansowym jest trudna sytuacja finansowa niektórych instytucji. Istotnym źródłem ryzyka, głównie przez ryzyko prawne, pozostaje też portfel walutowych kredytów mieszkaniowych. W ocenie KSF w jego przypadku wpływ ryzyka na sektor może być rozłożony w czasie. Wg KSF obecnie nie ma oznak nadmiernego wzrostu kredytów mieszkaniowych. Komitet podjął decyzję o zarekomendowaniu ministrowi finansów utrzymania wskaźnika bufora antycyklicznego na poziomie 0%.
- **POL: J.Żyżyński (RPP)** ocenił, że wzrost płacy minimalnej nie podbije inflacji, nie zaszkodzi gospodarce, a wręcz może pozytywnie oddziaływać na wzrost PKB jako czynnik popytowy.
- **POL: E.Łon (RPP)** zasugerował, że należy rozważyć decyzję o obniżce stóp procentowych, gdyż jego zdaniem symptomy ochłodzenia gospodarczego już się pojawiły i potrzebne jest działanie wyprzedzające.
- **POL: Minister finansów J.Kwieciński** powiedział, że projekt **budżetu na 2020**, który we wtorek ma przyjąć rząd, będzie w niewielkim stopniu odbiegał od projektu przedstawionego wcześniej przez resort finansów.

#### Znalezione w sieci:

- Rola czynników krajowych i zagranicznych w spadku produkcji przemysłowej strefy euro w 2018-2019 (EBC): [Domestic versus foreign factors behind the fall in euro area industrial production.](#)
- O pieniądzu cyfrowym (NBER): [The Digitalization of Money.](#)
- W kontekście ostatnich zaburzeń na rynku pieniężnym w USA warto przypomnieć publikację BIS: [Repo market functioning.](#)

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 20 września</b>						
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	5,7% r/r	5,1% r/r	7,0% r/r	4,4% r/r	Słabszy od oczekiwań odczyt nie jest jednoznaczny z pogorszeniem perspektyw konsumpcji, którą mogą napędzać finansowane nowymi transferami usługi. Wciąż stabilne podstawy dla kluczowego komponentu popytu wewnętrznego.
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz, wst.)	16:00	-7,1 pkt.	-7,0 pkt.	--	-6,5 pkt.	
<b>Poniedziałek, 23 września</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	43,5 pkt.	44,5 pkt.	--	41,4 pkt.	Problemy przetwórstwa zaczynają przenikać także do sektora usługowego (nie tylko w Niemczech).
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	47,0 pkt.	47,5 pkt.	--	45,2 pkt.	
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	53,5 pkt.	53,1 pkt.	--	52,0 pkt.	Negatywny układ kalendarza a także słabnący pozytywny wpływ absorpcji środków UE to wg nas główne źródła wyhamowania budownictwa. Dane potwierdzają bardzo dobrą sytuację gosp. domowych oraz słabnącą kondycję płynnościową przedsiębiorstw. PMI utrzymał się powyżej neutralnego progu, ale jest spójny z niższym tempem wzrostu gospodarczego.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	6,6% r/r	2,8% r/r	5,1% r/r	2,7% r/r	
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	9,9% r/r	10,0% r/r	9,8% r/r	9,9% r/r	
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	50,3 pkt.	50,2 pkt.	--	51,0 pkt.	
<b>Wtorek, 24 września</b>						
GER: Indeks Ifo (wrz)	10:00	94,3 pkt.	94,1 pkt.	--	--	Ifo pokazuje, że coraz gorszym ocenom bieżącej sytuacji towarzyszy też brak wiary, że najbliższych 6 miesięcy przyniesie poprawę. Wg szacunku MRPIPS stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie z lipca.
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	5,2%	5,2%	5,2%	--	
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	0,9%	0,9%	0,9%	--	Postępujące luzowanie polityki pieniężnej na świecie to sprzyjające otoczenie dla najbardziej gołębiego banku w regionie.
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz)	16:00	135,1 pkt.	133,3 pkt.	--	--	Poprawa nastrojów mierzonych przez U.Michigan sugeruje, że oczekiwania konsensusu są zbyt pesymistyczne.
<b>Środa, 25 września</b>						
CZE: Posiedzenie banku centralnego	13:00	2,00%	2,00%	2,00%	--	W sierpniu po raz pierwszy od marca 2017 wszyscy członkowie RPP opowiedzieli się za stabilizacją stóp. Ograniczenia podażowe wciąż negatywnie wpływają na rynek, który w lipcu doświadczył najsilniejszego miesięcznego spadku sprzedaży od lip. 2013.
USA: Sprzedaż nowych domów (sie)	16:00	635 tys.	650 tys.	--	--	
<b>Czwartek, 26 września</b>						
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	3,1% k/k saar	2,0% k/k saar	--	--	Kolejna odsłona danych za 2q19 to już historia, rynek skupia się na tym jak gospodarka wypadnie w 3q.
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	1,1% k/k saar	4,7% k/k saar	--	--	
USA: Bilans handlowy (sie)	14:30	-72,3 mld USD	-73,5 mld USD	--	--	Dane handlowe pozostają gorącym tematem przed wznowieniem negocjacji z Chinami.
<b>Piątek, 27 września</b>						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (wrz)	11:00	103,1 pkt.	103,0 pkt.	--	--	Sierpniowe zatrzymanie trendu spadkowego może się okazać tylko chwilowe, główną słabością pozostaje przetwórstwo. Pomimo coraz gorszych perspektyw gospodarki nastroje konsumentów pozostają stabilne.
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz, rew.)	11:00	-7,1 pkt.	-6,5 pkt.	--	--	
USA: Dochody / Wydatki Amerykanów (sie)	14:30	0,1% m/m / 0,6% m/m	0,4% m/m / 0,3% m/m	-- / --	-- / --	Silny wzrost wydatków podtrzyma optymizm dotyczący wyników konsumpcji.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie, wst.)	14:30	2% m/m	-1,1% m/m	--	--	Dane najpewniej potwierdzą obniżającą się aktywność inwestycyjną.
USA: Inflacja bazowa PCE (sie)	14:30	1,6% r/r	1,8% r/r	--	--	Zgodny z oczekiwaniami odczyt oznaczałby powrót głównej inflacyjnej miary FOMC do poziomu ze stycznia 2019.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, rew.)	16:00	89,8 pkt.	92,1 pkt.	--	--	Wstępny odczyt wskazał na wyraźną poprawę nastrojów we wrześniu.
POL: Decyzja Fitch ws. ratingu	--	A-	--	A-	--	Dalsza poprawa wyników sektora finansów publicznych i utrzymująca się odporność krajowej gospodarki na globalne spowolnienie wspierają fundamenty ratingu.

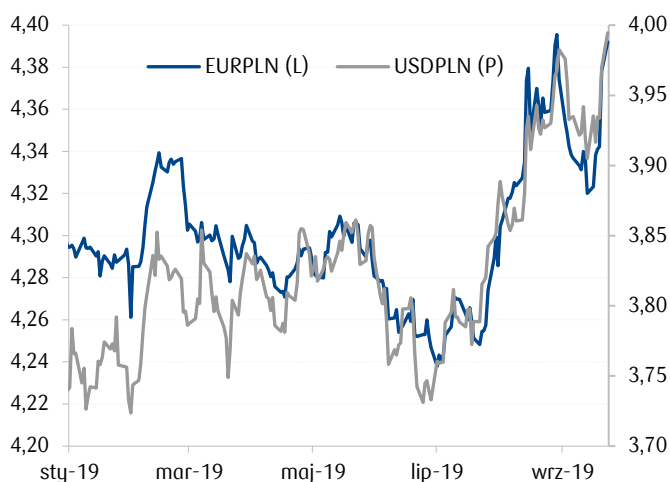
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szybkiego szacunku za czerwiec.

## Podstawowe dane rynkowe

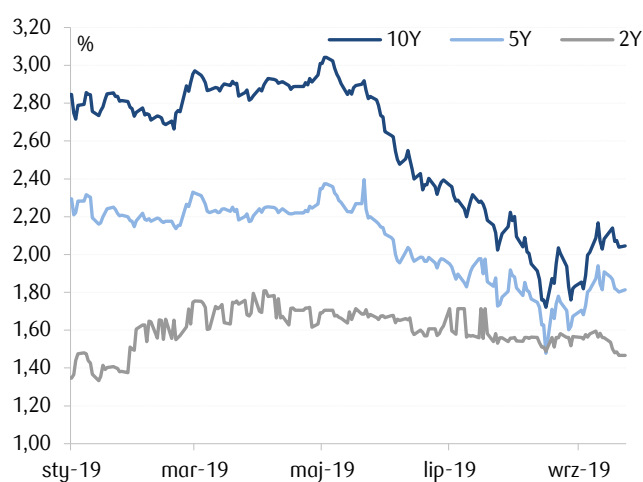
		Wartość 2019-09-23	$\Delta$ 1D	$\Delta$ (% , pb)* $\Delta$ 1W	$\Delta$ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,3920	0,31%	1,59%	0,75%
	USDPLN	3,9943	0,46%	1,61%	1,83%
	CHFPLN	4,0370	0,78%	1,98%	0,66%
	GBPPLN	4,9649	-0,12%	1,69%	3,07%
	EURUSD	1,0996	-0,15%	-0,02%	-1,06%
	EURCHF	1,0880	-0,46%	-0,38%	0,08%
	GBPUSD	1,2430	-0,59%	0,08%	1,69%
	USDJPY	107,36	-0,49%	-0,61%	1,31%
	EURCZK	25,89	-0,04%	0,13%	0,37%
	EURHUF	335,15	0,38%	0,94%	1,78%
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,47	0	-7	-9
	PL5Y	1,81	1	-7	11
	PL10Y	2,05	1	-8	11
	DE2Y	-0,72	-1	-1	18
	DE5Y	-0,77	-4	-4	13
	DE10Y	-0,58	-6	-11	9
	US2Y	1,67	-4	-10	12
	US5Y	1,58	-5	-12	15
	US10Y	1,71	-4	-14	16
<b>Akcje</b>	WIG20	2147,3	-1,1%	-3,2%	2,3%
	S&P500	2991,8	0,0%	-0,2%	3,9%
	Nikkei**	22106,3	0,1%	0,5%	8,1%
	DAX	12342,3	-1,0%	-0,3%	5,9%
	VIX	14,91	-2,7%	1,6%	-22,8%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	64,4	-0,9%	-5,1%	9,1%
	Złoto	1525,3	1,4%	1,4%	-0,6%

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

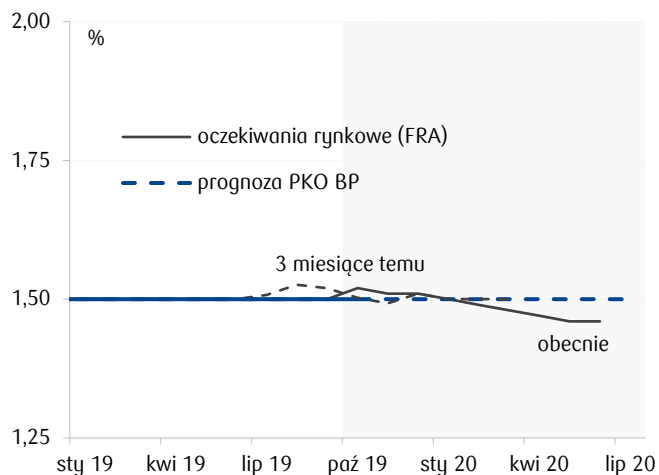
## Notowania złotego wobec głównych walut



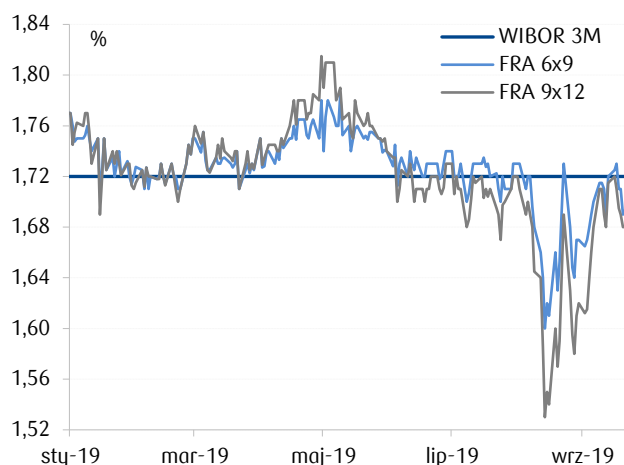
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



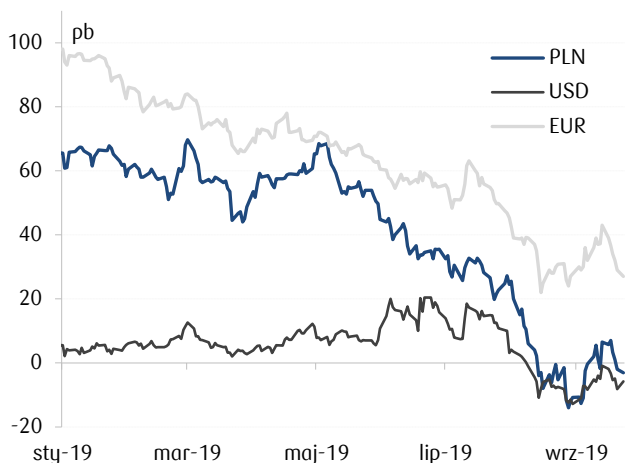
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



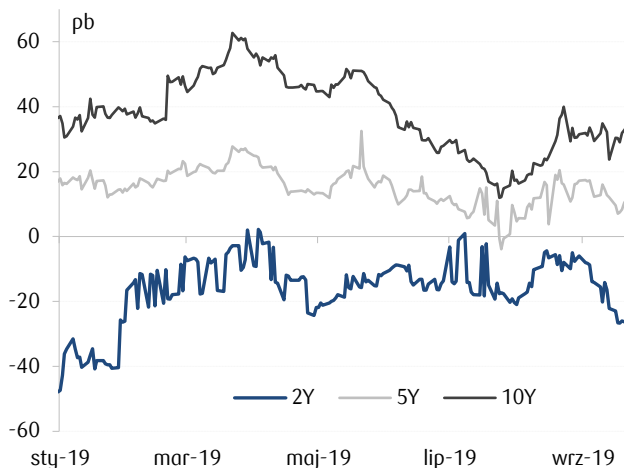
Krótkoterminowe stopy procentowe



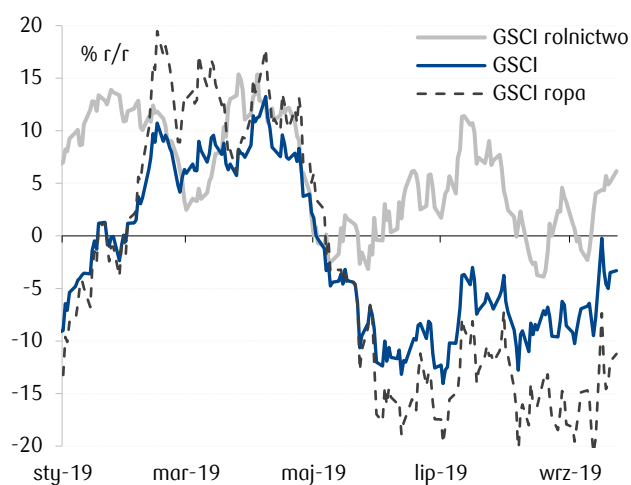
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



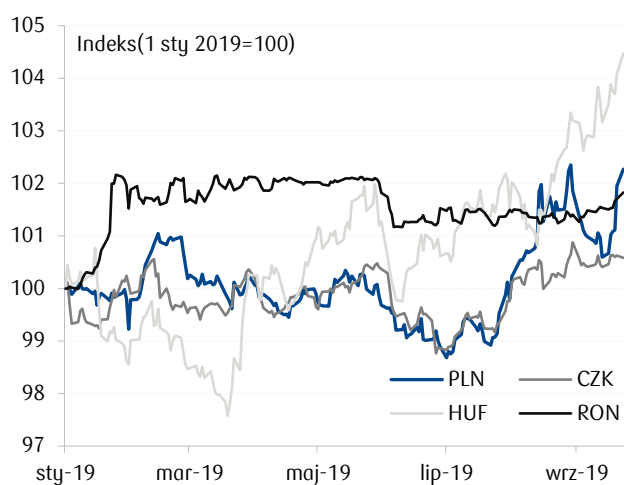
Spread asset swap dla PLN



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.krzyzstofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzyzstofik@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.