

## Pesymistyczny Bundesbank

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł kontynuację spadków na amerykańskich i europejskich parkietach. Kurs EURUSD oscylował w okolicach 1,067. Zmienność na bazowych rynkach długu była niewielka – granicę 5% przekroczyły rentowności dwuletnich obligacji amerykańskich, które są podatne na zmienność na 2 dni przed decyzją Fed. Cena ropy Brent wzrosła do 95 \$/bbl, co jest najwyższym poziomem od listopada 2022. Kurs złotego podlegał niewielkim wahaniom – EURPLN i USDPLN poruszały się w trendzie bocznym, odpowiednio w okolicach 4,64 i 4,35. Rentowności krajowych obligacji wzrosły o ok. 2pb wzdłuż całej krzywej.
- Dzisiejsze kalendarium makro ma ograniczony potencjał by istotnie wpłynąć na rynki. W strefie euro poznamy zrewidowany szacunek inflacji HICP oraz inflacji bazowej za sierpień. Wstępny wynik pokazał stabilizację inflacji HICP na poziomie 5,3% r/r oraz spadek inflacji bazowej do 5,3% r/r z 5,5% r/r w lipcu. Z USA napłyną sierpniowe dane o pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach – konsensus nie spodziewa się znaczących zmian względem lipca.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Inflacja bazowa bez cen żywności i energii w sierpniu obniżyła się do 10,0% r/r z 10,6% r/r w lipcu. Surowa zmiana cen w ujęciu m/m wyniosła 0,3%, a po odsezonowaniu ceny wzrosły o 0,6% m/m. Zannualizowany miesięczny impet odpowiada inflacji na poziomie nieco poniżej 7% r/r, więc wciąż znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP. Przedział miar inflacji bazowej wyniósł 8,9%-12,7% r/r wobec 9,6-13,7% r/r w lipcu i systematycznie spada.
- POL:** Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS wyniosła w sierpniu 1100,7 tys. i była o 6,3% wyższa niż przed rokiem. Tempo wzrostu liczby ubezpieczonych obcokrajowców systematycznie hamuje, przede wszystkim za sprawą ustabilizowania się liczby ubezpieczonych Ukraińców, po znaczących wzrostach odnotowanych w 2022. Liczba ubezpieczonych Ukraińców wyniosła w sierpniu 747,4 tys., a wzrost wyhamował do 1,0% r/r z 1,8% r/r w lipcu oraz z średnio 19,7% w 2023. Liczba ubezpieczonych cudzoziemców o narodowości innej niż ukraińska wyniosła 353,3 tys. i wzrosła o 19,8% r/r.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

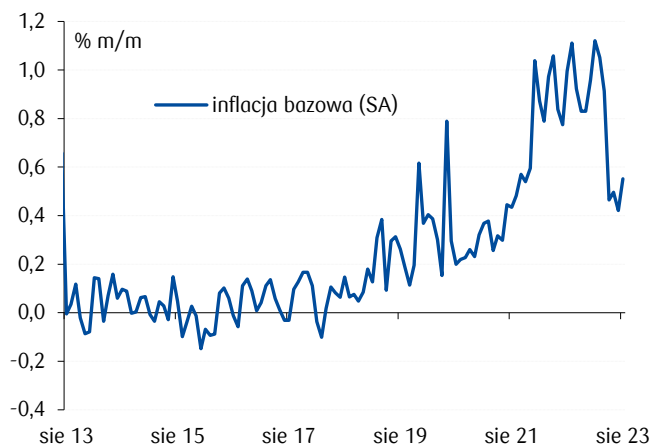
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

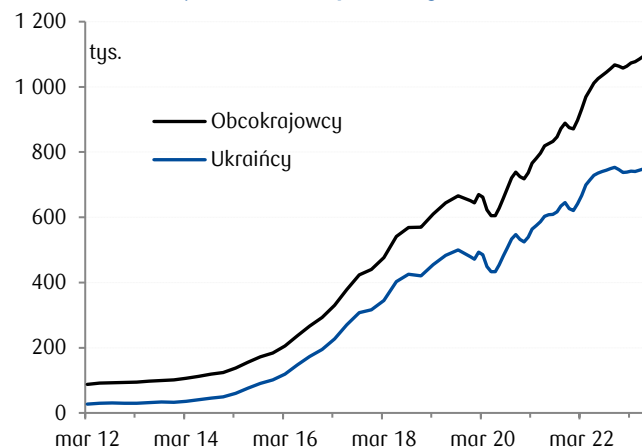
	Wartość 2023-09-18	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,6443	0,2
USDPLN	4,3504	0,1
CHFPLN	4,8451	0,0
GBPPLN	5,3743	-0,4
EURUSD	1,0676	0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,89	3
PL5Y	5,16	2
PL10Y	5,64	3
DE10Y	2,72	5
US10Y	4,32	-1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	66 439,4	-1,4
DAX	15 727,1	-1,0
S&P500	4 453,5	0,1
Nikkei**	33 188,1	-1,0
Shanghai Comp.*	3 126,5	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1926,85	-0,1
Ropa Brent	94,43	0,5

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.

### Impet inflacji bazowej CPI



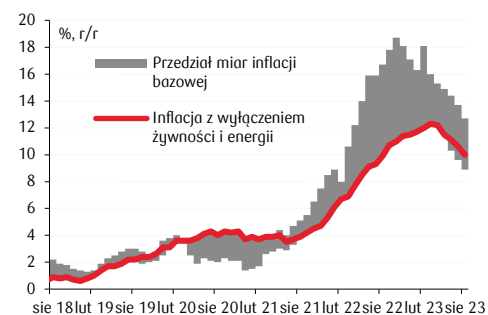
### Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS



Źródło: NBP, ZUS, PKO Bank Polski.

- **GER:** Comiesięczny raport o aktywności gospodarczej publikowany przez Bundesbank wskazuje, że w 3q23 niemiecka gospodarka najpewniej skurczyła się w warunkach dalszego spadku konsumpcji prywatnej. Konsumpcja kontynuowała spadki pomimo hamującej inflacji, silnego wzrostu płac i dobrej sytuacji na rynku pracy. W 2q23 wzrost gospodarczy w Niemczech wyniósł 0% q/q oraz -0,2% r/r. W komentarzu do danych zwrócono uwagę na słabą kondycję przemysłu oraz wyzwania związane z dotychczasowym modelem gospodarczym Niemiec opierającym się na przemyśle, którego aktywność i konkurencyjność była napędzana m.in. tanim gazem z Rosji.
- **POL:** Wiceminister finansów, **A.Soboń**, poinformował, że w ciągu najbliższych dni ogłoszona zostanie decyzja dotycząca wakacji kredytowych. Podkreślił, że jeśli decyzja będzie wymagała zmian legislacyjnych, to zostaną one wprowadzone dopiero po wyborach parlamentarnych. Wiceminister dodał, że nie wyklucza przedłużenia zerowej stawki VAT na żywność, a decyzja w tej sprawie musi zostać podjęta przed przyjęciem budżetu państwa na 2024.
- **POL:** NBP opublikował roczny [Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2022](#). Liczba mieszkań przypadająca na 1000 mieszkańców wzrosła w 2022 do 413 z 405 w 2021, a przeciętna powierzchnia użytkowa wyniosła 31,1 mkw. wobec 30,4 mkw. w 2021. Poprawa sytuacji mieszkaniowej została odnotowana we wszystkich miastach wojewódzkich. Liczba mieszkań oddanych do eksploatacji osiągnęła rekordowy poziom 238,5 tys. lokali. We wszystkich kwartałach średnie ceny transakcyjne na rynku wtórnym rosły w tempie od 10,2% r/r do 17% r/r, czyli słabiej niż na rynku pierwotnym (od 13,6% r/r do 20,2% r/r). Pod koniec roku i na początku 2023 odnotowano hamowanie wzrostów nominalnych cen mieszkań. Jednocześnie dynamika cen mieszkań deflowana indeksem przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw była istotnie niższa niż przed 2009. Silne wzrosty obserwowano w przypadku stawek czynszów najmu mieszkań, na co wpływ miały powroty studentów na uczelnie po pandemii oraz duży popyt na mieszkania związany z migracją z Ukrainy. W Warszawie średnioroczna dynamika czynszu wzrosła w 2022 do 22,2% r/r z -1,8% r/r w 2021. Na pozostałych rynkach dynamika również była dodatnia i dwucyfrowa. W 2022 zaobserwowano spadek sprzedaży mieszkań na największych rynkach o ok. 35 tys., który był konsekwencją istotnego wzrostu stóp procentowych i zwiększenia przez nadzór bufora na wzrost stóp procentowych, który jest wymagany w procesie kredytowym. Pomimo spadającego popytu, udział zysku deweloperskiego w cenie netto utrzymał się na poziomie ok. 22% w 6 największych miastach.
- **EUR:** P.Kazimir (EBC i bank centralny Słowacji) stwierdził, że wrześniowa podwyżka stopy procentowej może być ostatnią w tym cyklu, chociaż nie wykluczył możliwości dalszych ruchów w górę. Dodał, że nawet jeśli bieżący poziom stóp procentowych stanowi szczyt, to na tym szczycie EBC powinien pozostać przez pewien czas, najpewniej do końca lata, choć ten horyzont czasowy jest obciążony dużą niepewnością. Wraz z zakończeniem podwyżek, P.Kazimir widzi przestrzeń do dyskusji na temat dostosowań w tempie redukcji sumy bilansowej EBC. Wiceprezes Banku Portugalii, **C.Raposo**, powiedziała, że EBC może zobaczyć powrót inflacji do celu szybciej niż wskazuje jego obecna prognoza, biorąc pod uwagę słabą kondycję gospodarki strefy euro. C.Raposo stwierdziła, że preferowała pauzę na wrześniowym posiedzeniu EBC, gdyż efekty wcześniejszych podwyżek jeszcze nie zmaterializowały się, inflacja obniża się, a malejący popyt zagraniczny może dalej obciążać gospodarkę, która z dużymi trudnościami próbuje się odbudować. F.VilleroydeGalhau (EBC i Prezes Banku Francji) stwierdził, że stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie tak długo, jak będzie to konieczne, aby

### Przedział miar inflacji bazowej



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

**pokonać wysoką inflację.** Jednocześnie dodał, że nie jest zwolennikiem podwyżek na tym etapie.

- **CZE:** Prezes CNB, A.Michl powiedział, że w najbliższych miesiącach **nie należy oczekiwać obniżek stóp procentowych w Czechach.** W jego ocenie polityka pieniężna będzie restrykcyjna do czasu, gdy inflacja utrwali się na poziomie 2%. Jednocześnie dodał, że już w I połowie przyszłego roku inflacja ukształtuje się w pobliżu 2%. Istotniejszy dla banku jest jednak fakt, że na wyższym poziomie, ok. 3%, utrzymuje się prognoza dla inflacji bazowej, co w ocenie A.Michla nie pozwala obecnie CNB na obniżki stóp procentowych. Prezes CNB pottrzymał stanowisko, że bez zacieśnienia po stronie polityki fiskalnej, konieczne mogą być dalsze podwyżki stóp procentowych.
- **GER:** Niemiecka minister spraw zagranicznych, **A.Baerbock, stwierdziła, że Unia Europejska powinna ograniczyć swoją zależność od Chin,** deklarując poparcie dla dochodzenia Komisji Europejskiej w zakresie subsydiowania przez Pekin chińskiego sektora samochodów elektrycznych.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 15 września</b>						
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
<b>Poniedziałek, 18 września</b>						
POL: Inflacja bazowa (sie)	14:00	% r/r	10,6	10,1	10,0	10,0
<b>Wtorek, 19 września</b>						
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,3	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,5	5,3	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1,442	1,450	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1,452	1,440	--	--
<b>Środa, 20 września</b>						
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	--
<b>Czwartek, 21 września</b>						
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	--	--
<b>Piątek, 22 września</b>						
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)	--

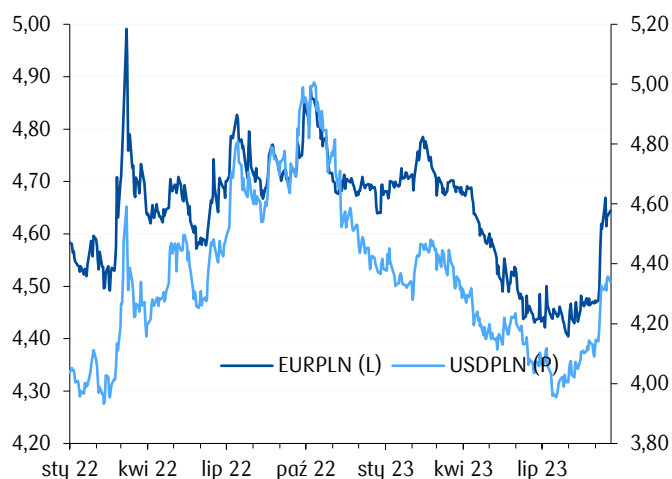
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-09-18	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,6443	0,2	-0,1	3,7	-1,4	4,5
	USDPLN	4,3504	0,1	0,6	5,8	-7,5	16,2
	CHFPLN	4,8451	0,0	-0,1	3,8	-0,6	17,3
	GBPPLN	5,3743	-0,4	-0,4	2,6	0,2	11,6
	EURUSD	1,0676	0,1	-0,7	-1,9	6,6	-10,1
	EURCHF	0,9586	0,2	0,1	0,0	-0,8	-10,9
	GBPUSD	1,2380	-0,1	-1,2	-2,7	8,5	-3,9
	USDJPY	147,68	-0,1	0,9	0,9	3,1	39,8
	EURCZK	24,47	0,0	-0,2	1,9	-0,2	-8,3
	EURHUF	384,70	0,5	0,2	0,3	-4,1	7,7
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,89	3	22	-55	-171	479
	PL5Y	5,16	2	13	-41	-135	446
	PL10Y	5,64	3	10	-17	-49	427
	DE2Y	3,26	5	17	15	166	395
	DE5Y	2,74	6	11	4	105	343
	DE10Y	2,72	5	8	1	93	319
	US2Y	5,07	3	9	7	112	493
	US5Y	4,46	0	5	0	77	420
	US10Y	4,32	-1	3	-2	83	365
<b>Akcje</b>	WIG	66 439,4	-1,4	0,0	-2,7	32,7	31,7
	WIG20	1 943,9	-1,6	0,1	-3,5	27,3	10,5
	S&P500	4 453,5	0,1	-0,8	1,2	14,2	31,6
	NASDAQ100	15 225,4	0,2	-1,5	1,9	27,4	35,0
	Shanghai Composite**	3 126,5	0,0	-0,5	1,1	0,4	-4,6
	Nikkei**	33 185,5	-1,0	2,2	5,1	20,4	40,9
	DAX	15 727,1	-1,0	-0,5	0,8	22,8	19,2
	VIX	15,68	-0,6	-0,8	-12,1	-40,9	-50,0
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	94,4	0,5	4,2	11,8	2,6	138,4
	Ropa WTI	91,5	0,8	4,8	13,3	6,1	145,5
	Złoto	1926,9	-0,1	0,3	2,0	15,1	-1,7

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

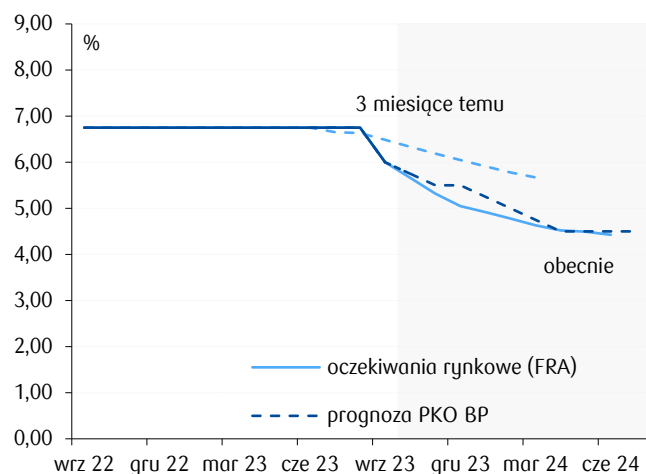
## Notowania złotego wobec głównych walut



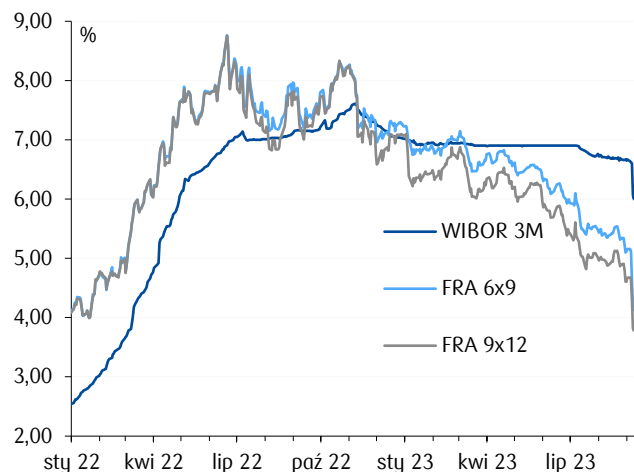
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



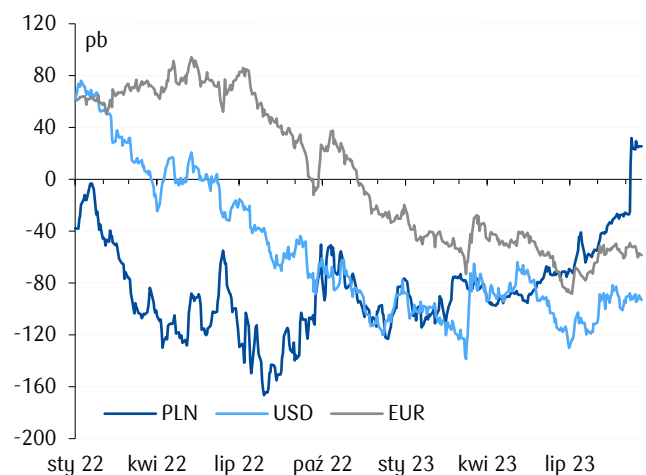
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



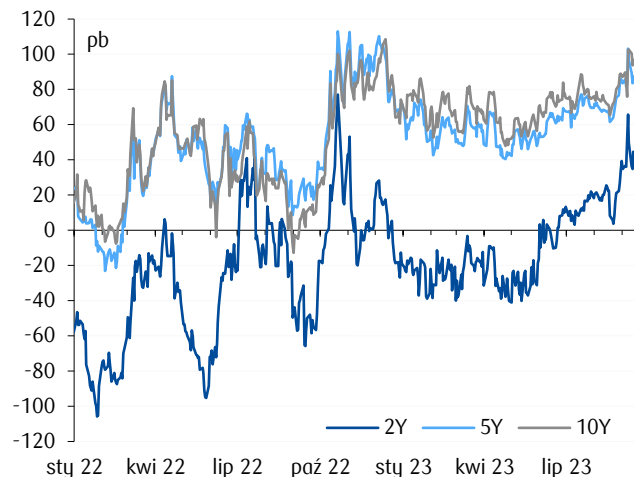
### Krótkoterminowe stopy procentowe



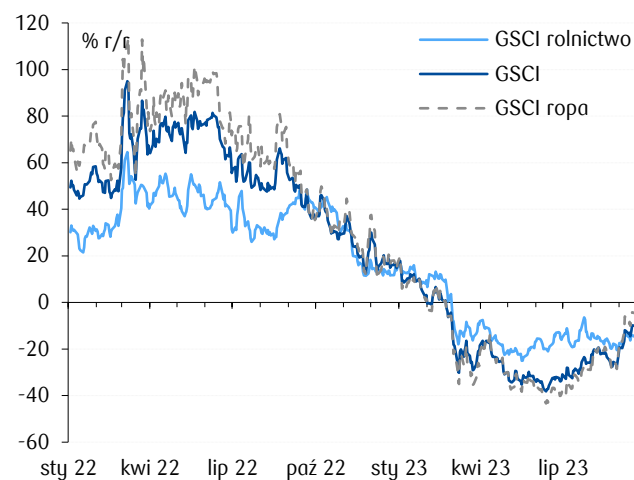
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



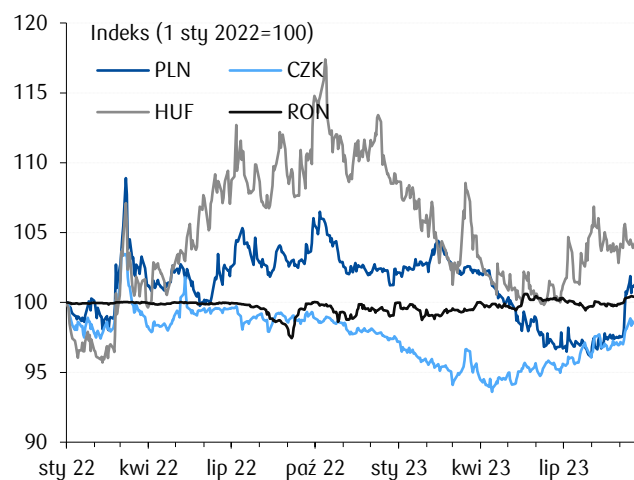
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

