

Wszyscy mówią o obniżkach

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec tygodnia przyniósł kontynuację dobrych nastrojów na amerykańskiej giełdzie i wzrosty indeksów. Wszystko za sprawą rosnącego przekonania, że Fed może obniżyć stopy procentowe w większej skali niż 25pb, choć to „dwudziestka piątka” jest, póki co, scenariuszem wycenianym przez rynek z największym prawdopodobieństwem. W tych warunkach rentowności amerykańskich obligacji skarbowych obniżyły się, w szczególności na krótkim końcu krzywej, przy niskiej zmienności na pozostałych rynkach długu. Perspektywa łagodniejszej polityki pieniężnej w USA spowodowała osłabienie dolara względem głównych walut, a kurs EURUSD zbliżył się do poziomu 1,11. W ciągu dnia kurs złotego podlegał niewielkim wahaniom, ale ostatecznie kontynuował aprecjację, wspierany relatywnie jastrzębią na tle głównych banków centralnych postawą RPP. Jednocześnie rentowności krajowych obligacji nieznacznie wzrosły na krótkim końcu krzywej, przy zbliżonych w skali spadkach rentowności papierów o dłuższych tenorach.
- W tym tygodniu globalnie największe emocje wzbudzi decyzja Fed w sprawie stóp procentowych oraz konferencja Prezesa J.Powella. W Polsce poznamy istotne dane o aktywności gospodarczej za sierpień.
- Przedstawiciele FOMC sygnalizują przestrzeń do pierwszej obniżki stóp, m.in. w związku ze schłodzeniem rynku pracy, przy jednoczesnych postępach w obniżaniu inflacji. **Oczekujemy obniżki w skali 25 pb, gdyż w ostatnich danych nie widzimy uzasadnienia dla silniejszego ruchu.** Na niskie prawdopodobieństwo głębszej obniżki wskazują naszym zdaniem także ostatnie wypowiedzi (aktualnych) przedstawicieli Rezerwy Federalnej. Bardzo prawdopodobna jest natomiast kontynuacja cyklu obniżek już na kolejnym posiedzeniu, w listopadzie. Taki scenariusz „obstawia” większość ekonomistów ankietowanych przez Bloomberg, tylko kilku oczekuje większego ruchu (o 50 pb.) na jednym z kolejnych posiedzeń w listopadzie lub grudniu. Ważnym uzupełnieniem decyzji i wskazówką co do dalszych ruchów decydentów z Fed będą prognozy członków FOMC, w tym najnowsze szacunki dot. długookresowej (naturalnej) stopy procentowej.
- Dzień przed decyzją (wt.) opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w USA za sierpień, co do których

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

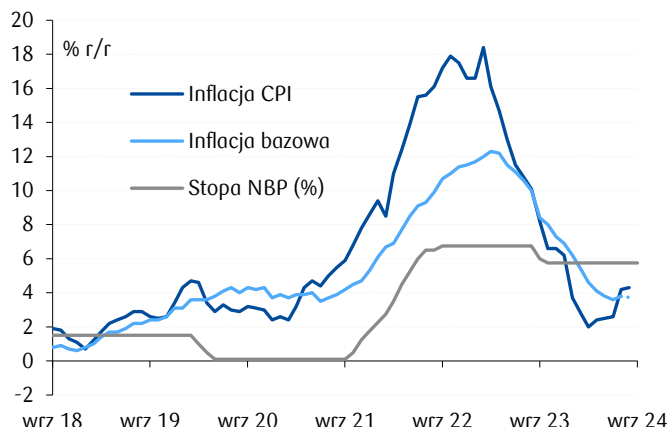
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

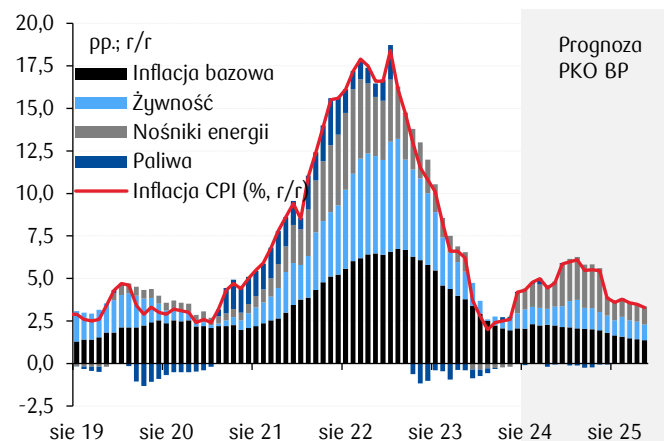
	Wartość 2024-09-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2785	-0,2
USDPLN	3,8583	-0,6
CHFPLN	4,5508	0,1
GBPPLN	5,0729	-0,1
EURUSD	1,1089	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,64	2
PL5Y	4,99	-2
PL10Y	5,29	-1
DE10Y	2,15	-1
US10Y	3,66	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	82 302,6	1,5
DAX	18 699,4	1,0
S&P500	5 626,0	0,5
Nikkei**	36 581,8	0,0
Shanghai Comp.**	2 704,1	0,0
Surowce:		
Złoto	2574,63	0,9
Ropa Brent	71,61	-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.

Inflacja CPI i bazowa CPI na tle stopy referencyjnej NBP*



Prognoza inflacji i jej struktury



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, PKO Bank Polski. * szacunek PKO BP inflacji bazowej za sierpień

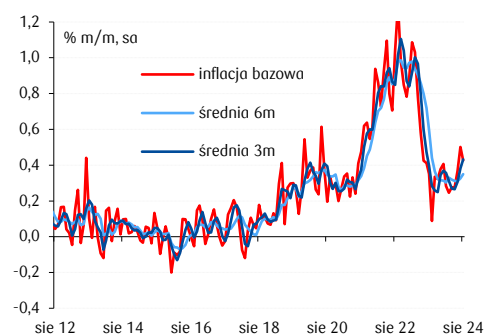
oczekiwany jest minimalny wzrost. Ich znaczenie dla procesu decyzyjnego Fed będzie jednak znacznie mniejsze niż w przypadku opublikowanych wcześniej danych inflacyjnych i z rynku pracy, choć wrażliwość rynkowa na te informacje może się okazać nieco wyższa niż zazwyczaj.

- **Decyzje w sprawie stóp procentowych podejmą również Bank Anglii (czw.) i Bank Japonii (pt.)** - w obu przypadkach oczekiwana jest stabilizacja, przy czym widzimy potencjał do kolejnej niespodzianki po stronie Banku Japonii, który na poprzednim posiedzeniu dokonał podwyżki stóp.
- **Krajowe dane, przy mniej korzystnym niż w lipcu układzie kalendarza, mogą pokazać obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej (czw.)**, wg nas do -0,7% r/r z 4,9% r/r w lipcu. Na rynku pracy zobaczymy najpewniej wciąż dwucyfrową dynamikę wynagrodzeń na poziomie ok. 11% r/r oraz niższy niż przed rokiem poziom zatrudnienia.
- **Dzisiaj poznamy krajowe dane o inflacji bazowej** oraz informacje o bilansie płatniczym ze strefy euro. **Szacujemy, że inflacja bazowa w sierpniu mogła się nieznacznie obniżyć, do 3,7% r/r z 3,8% r/r w lipcu.** Jej impet (zmiana % m/m po odsezonowaniu) pozostaje podwyższony, na poziomie 4-5% saar, co sugeruje uporczywość fundamentalnych procesów cenowych.
- Na dziś zaplanowane jest również wystąpienie wiceprezesa EBC, L.de Guindosa, oraz głównego ekonomisty banku Ph.Lane'a.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

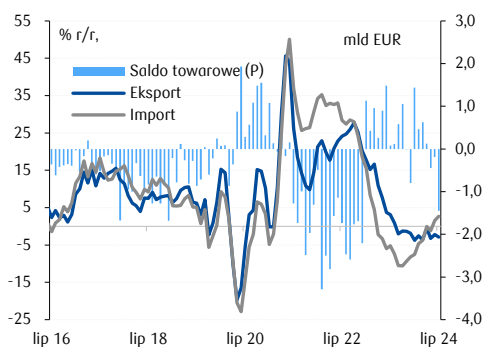
- **POL: Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 4,3% r/r z 4,2% r/r w lipcu, zgodnie z szybkim szacunkiem GUS.** Inflacja usługowa pozostała na poziomie 6,2% r/r, a towarowa wzrosła do 3,6% r/r z 3,5% r/r. Oczekujemy, że do końca roku inflacja CPI nie przekroczy 5% r/r. Wysokość szczytu inflacyjnego w 1q25 zależy będzie od decyzji względem cen energii (nieznacznie ponad 6% r/r w przypadku uwolnienia cen i o ok. 0,8pp niżej w przypadku utrzymania obecnych rozwiązań). Więcej w Makro Flashu: [Żywność znowu podbija inflację](#).
- **POL: Saldo obrotów bieżących w lipcu było ujemne, wyniosło -1,462 mld EUR, znacznie poniżej oczekiwań (PKOe: -0,37 mld EUR, kons.: -0,35 mld EUR).** W konsekwencji nadwyżka obrotów bieżących w ujęciu płynnego roku (suma 12mies.) obniżyła się do 1,2% PKB wobec 1,4% PKB po czerwcu. Główną przyczyną pogorszenia był wysoki deficyt w handlu towarami. Więcej w Makro Flashu: [Największy miesięczny deficyt w handlu towarami od 2022.](#)
- **POL: H.Wnorowski (RPP) powiedział, że obniżka stóp procentowych może nastąpić w 2q25, zwłaszcza jeśli pojawią się dodatkowe argumenty ze strony największych banków centralnych.** W jego ocenie RPP wstrzyma się z decyzjami przynajmniej do marcowej projekcji inflacji i dodał, że jeśli skala luzowania polityki pieniężnej w USA i strefie euro stanie się "znacząca", to może to przyspieszyć decyzje RPP o obniżkach stóp. H.Wnorowski ocenił, że pierwsza obniżka stóp w Polsce będzie najprawdopodobniej w skali 25 pb., "ale im później nastąpi obniżka, tym większe prawdopodobieństwo, że może być ona większa" i nie wykluczył, że łącznie w 2025 referencyjna stopa procentowa może zostać obniżona o 100 pb. Tempo łagodzenia polityki pieniężnej może natomiast być ograniczane przez plan wydatków zawarty w budżecie na 2025, który "będzie miał konsekwencje" dla inflacji.
- **EUR: Wypowiedzi przedstawicieli EBC wspierają scenariusz stopniowych obniżek stóp procentowych, które będą się koncentrować na posiedzeniach obejmujących publikację cokwartalnych projekcji (najbliższa w grudniu).** Prezes Ch.Lagarde zasugerowała, że luzowanie polityki pieniężnej nie będzie liniowe. EBC teoretycznie jest otwarty na rozważenie obniżki stóp procentowych w październiku, ale taki ruch byłby wg Ch.Lagarde prawdopodobny tylko w przypadku znaczącego pogorszenia perspektyw

Odsezonowane miary impetu inflacji bazowej



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo towarowe Polski

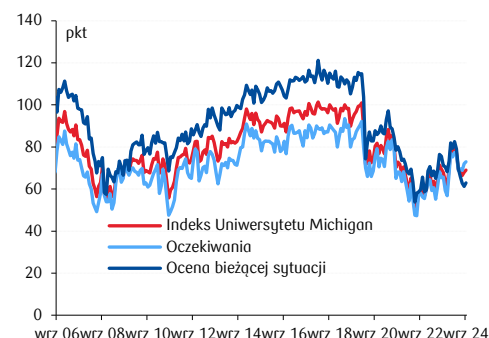


Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

wzrostu strefy euro. Za powolnym obniżaniem stóp opowiedzieli się również F.Villeroy de Galhau, G.Simkus i M.Kazaks.

- **EUR:** Produkcja przemysłowa obniżyła się w lipcu o 0,3% m/m, po stabilizacji w czerwcu (0% m/m). Utrzymały się negatywne tendencje w produkcji dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych trwałych. W lipcu spadki (zarówno m/m, jak i r/r) odnotowano w segmencie dóbr kapitałowych, pośrednich i konsumpcyjnych trwałych, wzrosła jedynie produkcja dóbr konsumpcyjnych nietrwałych i energii. Negatywnie wyróżniają się Niemcy (spadek o 5,5% r/r), a pozytywnie - Grecja (+10,8% r/r).
- **USA:** Indeks nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan we wrześniu wzrósł do 69 pkt., nieco mocniej niż szacowano wstępnie (68,5 pkt.). Poprawa koresponduje ze spadkiem oczekiwań inflacyjnych w perspektywie roku - prognozowana przez badanych inflacja w horyzoncie roku wyniosła 2,7% (najniższe oczekiwania od 2020) wobec 2,8% r/r w sierpniu. Długoterminowe (w horyzoncie 10 lat) oczekiwania inflacyjne jednak marginalnie wzrosły - do 3,1% wobec 3,0% w sierpniu.
- **POL:** W warunkach złej sytuacji powodziowej w województwach dolnośląskim i opolskim Premier D.Tusk poinformował w niedzielę wieczorem, że zlecił przygotowanie rozporządzenia Rady Ministrów o wprowadzeniu stanu klęski żywiołowej.
- **USA:** Agenci Secret Service zatrzymali mężczyznę, który prawdopodobnie planował przeprowadzić zamach na D.Trumpa, w czasie jego gry na polu golfowym na Florydzie. Incydent może wesprzeć notowania D.Trumpa, który w sondażach traci ok. 2pp do K.Harris.
- **CHN:** W komentarzu do danych o kredytach bank centralny poinformował, że trwają przygotowania do wprowadzenia dodatkowych rozwiązań nakierowanych na wsparcie konsumpcji i walkę z deflacją.
- **ROM:** Produkcja przemysłowa obniżyła się w lipcu o 3,4% m/m wbrew oczekiwaniom na niewielki wzrost. Spadek nie zniwelował jednak czerwcowego silnego wzrostu o 4% m/m.
- **HUN:** Produkcja przemysłowa znalazła się w lipcu w stagnacji (0% m/m podobnie jak w czerwcu br.) i była aż o 6,4% niższa niż przed rokiem - to najgorszy wynik w UE. Dla porównania, w Polsce w tym czasie produkcja wzrosła o 1,3% r/r.
- **CZE:** Deficyt rachunku obrotów bieżących w lipcu skurczył się do 13,7 mld CZK z 48,2 mld CZK w czerwcu.

Indeks Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 września						
POL: Inflacja CPI (sie., rew.)	10:00	% r/r	4,2	4,3	4,3	4,3
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	10:00	mld CZK	-26,5	-20,7	--	-13,7
EUR: Produkcja przemysłowa (lip.)	11:00	% r/r	-4,1	-2,1	--	-2,2
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	14:00	mld EUR	588	-350	-370	-1,462
POL: Eksport (lip.)	14:00	% r/r	-6,0	2,3	1,7	4,6
POL: Import (lip.)	14:00	% r/r	-0,2	5,4	3,8	10,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	67,9	68,5	--	69
Poniedziałek, 16 września						
EUR: Bilans handlowy (lip.)	11:00	mld	17,5	15,0	--	--
POL: Inflacja bazowa (sie.)	14:00	% r/r	3,8	3,8	3,7	--
Wtorek, 17 września						
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz.)	11:00	pkt.	19,2	17	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sie.)	14:30	% m/m	1	-0,2	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sie.)	14:30	%, m/m	0,4	0,2	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sie.)	15:15	% m/m	-0,6	0,1	--	--
Środa, 18 września						
POL: Koniunktura konsumencka (wrz.)	10:00	pkt.	-15,9	-14,5	-15,0	--
EUR: Inflacja HICP (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,6	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,9	2,8	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie.)	14:30	tys.	1,396	1,41	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie.)	14:30	mln	1,238	1,305	--	--
USA: Posiedzenie Fed (wrz.)	20:00	%	5,50	5,25	5,25	--
Czwartek, 19 września						
NOR: Posiedzenie Norges Banku (wrz.)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	10,6	10,9	11	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	-0,4	-0,3	-0,3	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie.)	10:00	% r/r	4,9	0	-0,7	--
POL: Inflacja PPI (sie.)	10:00	% r/r	-4,8	-4,8	-4,9	--
UK: Posiedzenie BoE (wrz.)	13:00	%	5,00	5,00	5,00	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-237,6	-262	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz.)	14:30	tys	230	230	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	3,95	3,9	--	--
Piątek, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-0,8	-1,1	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-13,5	-13,2	--	--
JAP: Posiedzenie BOJ (wrz.)	--	%	0,25	0,25	--	--

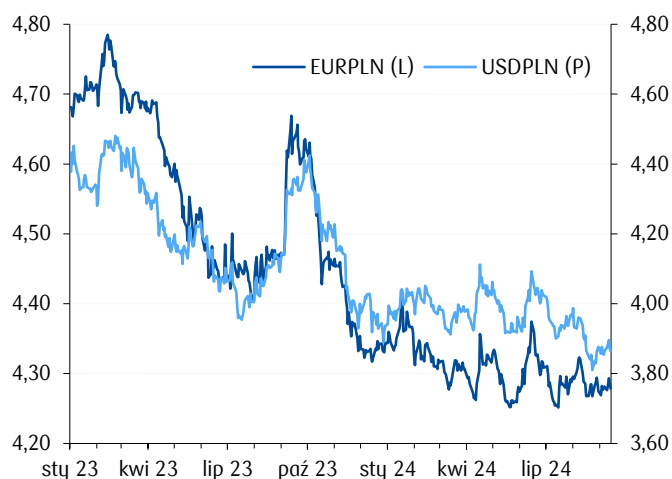
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

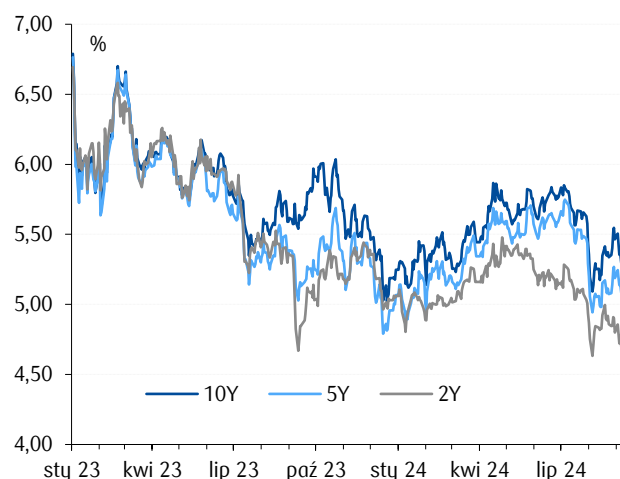
		Wartość 2024-09-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2785	-0,2	-0,1	0,3	-7,7	-5,8
	USDPLN	3,8583	-0,6	0,2	-0,6	-11,2	0,5
	CHFPLN	4,5508	0,1	-0,5	1,8	-6,1	8,7
	GBPPLN	5,0729	-0,1	0,0	1,3	-6,0	-4,7
	EURUSD	1,1089	0,4	-0,3	0,9	4,0	-6,3
	EURCHF	0,9402	-0,3	0,4	-1,5	-1,7	-13,4
	GBPUSD	1,3154	0,6	-0,2	2,0	6,1	-5,1
	USDJPY	140,65	-1,3	-1,2	-5,0	-4,9	28,0
	EURCZK	25,16	0,2	0,5	-0,2	2,8	-0,8
	EURHUF	394,88	-0,1	0,1	-0,1	3,1	12,9
Obligacje	PL2Y	4,64	2	-6	-28	-22	408
	PL5Y	4,99	-2	-9	-17	-15	369
	PL10Y	5,29	-1	-1	-6	-32	330
	DE2Y	2,21	-3	-2	-25	-100	291
	DE5Y	2,02	-1	-3	-17	-67	266
	DE10Y	2,15	-1	-2	-11	-52	248
	US2Y	3,58	-8	-8	-47	-146	337
	US5Y	3,44	-3	-7	-33	-103	262
	US10Y	3,66	-2	-6	-23	-67	232
Akcje	WIG	82 302,6	1,5	0,7	-2,8	22,2	15,8
	WIG20	2 336,6	1,8	0,8	-3,5	18,3	-1,0
	S&P500	5 626,0	0,5	4,0	1,3	26,4	26,2
	NASDAQ100	19 514,6	0,5	5,9	0,0	28,4	26,4
	Shanghai Composite**	2 704,1	0,0	-2,2	-6,1	-13,3	-27,0
	Nikkei**	36 581,8	0,0	0,5	-3,9	9,1	20,4
	DAX	18 699,4	1,0	2,2	2,1	17,7	19,8
	VIX	18,49	-0,1	-11,6	17,8	17,2	-16,6
Surowce	Ropa Brent	71,6	-0,5	0,8	-10,1	-23,8	-1,8
	Ropa WTI	69,6	-0,4	1,5	-10,8	-23,3	-0,3
	Złoto	2574,6	0,9	2,4	3,4	33,5	

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

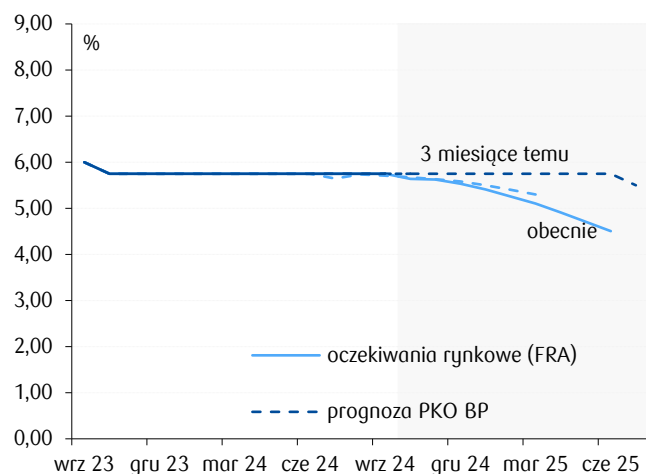
Notowania złotego wobec głównych walut



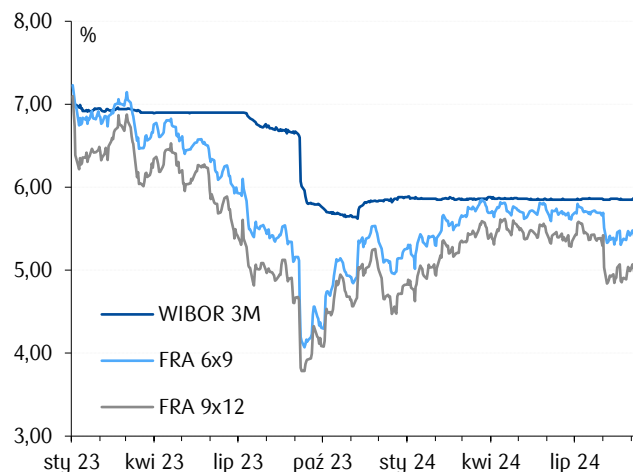
Rentowności polskich obligacji skarbowych



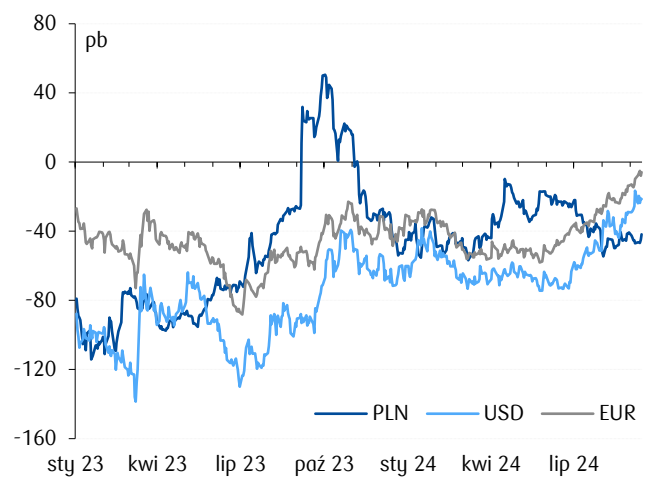
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



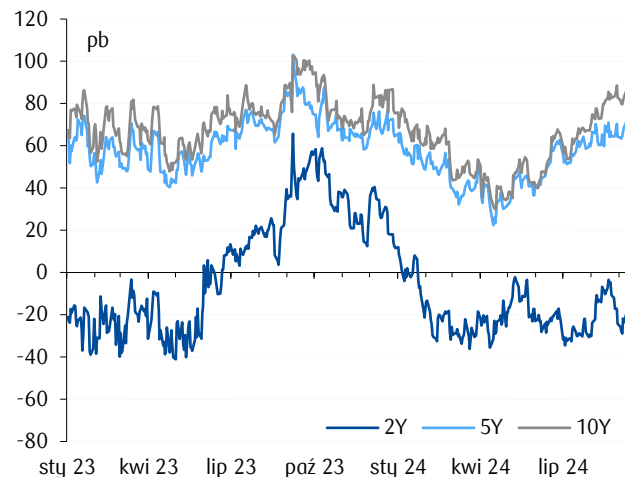
Krótkoterminowe stopy procentowe



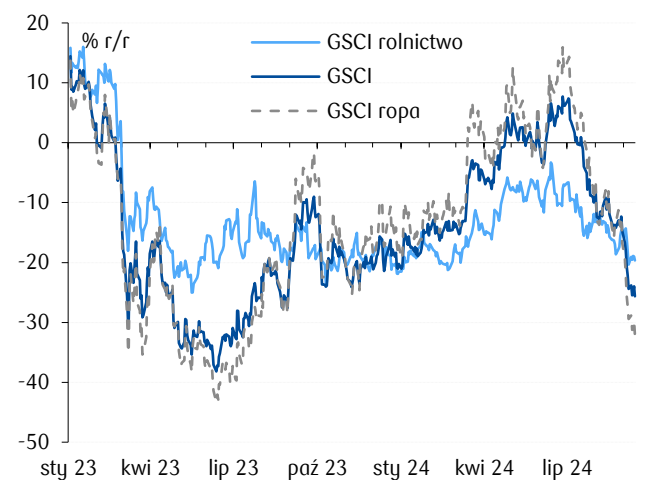
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



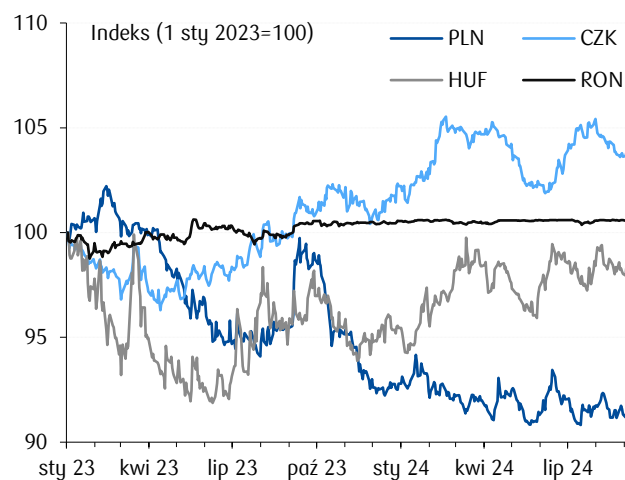
Spread asset swap dla PLN



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.

