

Chiny wracają do gry

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj nastroje na rynkach z jednej strony były pod negatywnym wpływem sygnałów świadczących o słabnącej koniunkturze w USA, z drugiej wspierały je komentarze przedstawicieli Fed, którzy opowiadali się za dalszymi obniżkami stóp, choć w mniejszej skali niż ostatni ruch o 50pb. W konsekwencji indeks S&P nieznacznie wzrósł. Rentowności amerykańskich obligacji zwykowały wzdłuż całej krzywej. Na początku sesji dolar umocnił się względem euro do 1,11, w dalszej części dnia oddał jednak część zysków. Złoty poruszał się w trendzie bocznym względem euro, nieznacznie stracił względem dolara. Rentowności krajowych obligacji podlegały niewielkiej zmienności. Rano, niespodziewany pakiet stymulacyjny ogłoszony przez Bank Chin (czyt. str. 3) wsparł nastroje na parkietach w Azji.
- Dziś rynkowa uwaga będzie się koncentrować na kolejnych wrześniowych indeksach koniunktury – Ifo z Niemiec i Conference Board z USA.** Po rozczarującym wstępnym indeksie PMI za wrzesień widzimy potencjał do negatywnego zaskoczenia również jeśli chodzi o indeks Ifo. Konsensus spodziewa się natomiast poprawy nastrojów amerykańskich konsumentów we wrześniu. Interesujące będą również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (ceny za lipiec, których wzrost mógł nieco spowolnić, do ok. 6% r/r z 6,5% r/r w czerwcu).
- Zwieńczeniem publikacji krajowych danych za wrzesień będą informacje o stopie bezrobocia rejestrowanego** – spodziewamy się jej stabilizacji na poziomie 5,0%, wbrew trendowi sezonowemu, na co wskazał wstępny szacunek MRPIPS.
- Dziś decyzję o stopach procentowych podejmie węgierski MNB i najpewniej obniży je o 25pb.** Stabilizacja stóp w sierpniu była motywowana (nie)stabilnością na rynku walutowym, natomiast zarówno minutes z posiedzenia jak i wypowiedź wiceprezesa B.Virag'a wskazują, że bank widzi przestrzeń do dalszych obniżek. Taką decyzję powinno ułatwić dobitne rozpoczęcie cyklu luzowania przez Fed. Oprócz września widzimy możliwość przynajmniej jeszcze jednej obniżki stóp MNB przed końcem roku.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

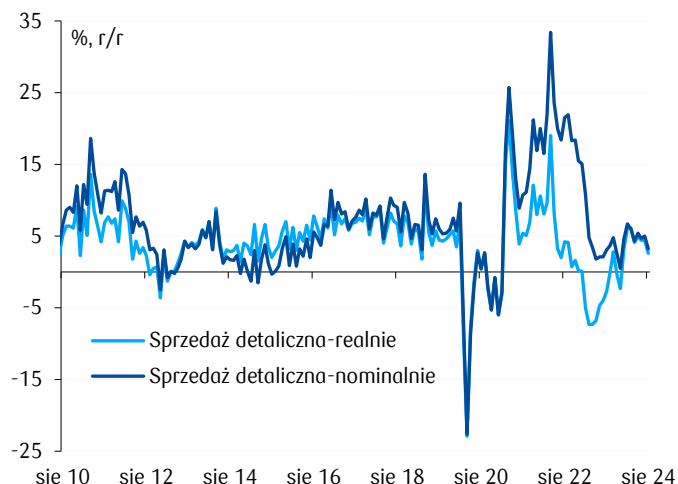
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

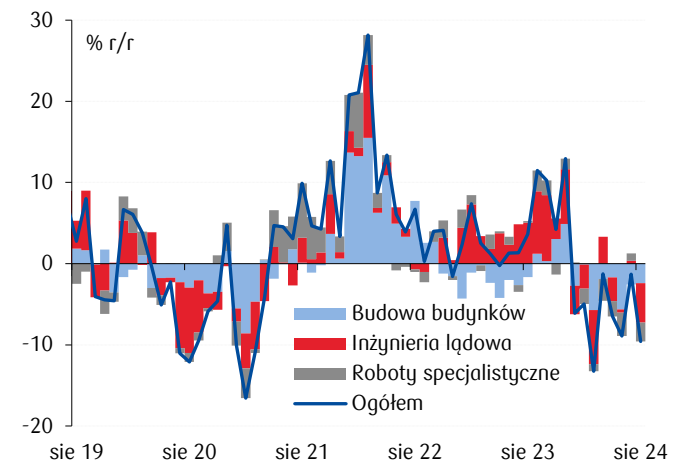
	Wartość 2024-09-23	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2733	0,0
USDPLN	3,8387	0,1
CHFPLN	4,5276	0,4
GBPPLN	5,1309	0,7
EURUSD	1,1132	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,70	3
PL5Y	5,06	0
PL10Y	5,39	0
DE10Y	2,17	-5
US10Y	3,75	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	81 900,3	0,2
DAX	18 846,8	0,7
S&P500	5 718,6	0,3
Nikkei**	38 029,1	0,8
Shanghai Comp.**	2 848,5	4,1
Surowce:		
Złoto	2628,58	0,6
Ropa Brent	73,90	-0,8

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.

Dynamika sprzedaży detalicznej



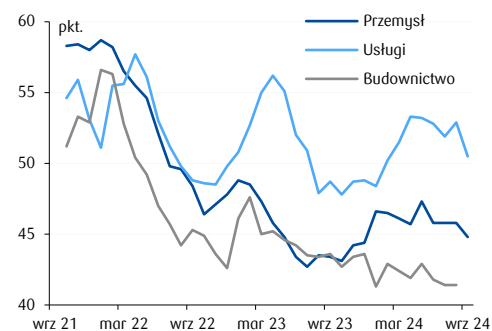
Dekompozycja dynamiki rocznej produkcji budowlano-montażowej



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła realnie o 2,6% r/r, słabiej od oczekiwań (PKOe: 3,3% r/r, kons.: 3,6% r/r), po wzroście o 4,4% r/r w lipcu.** Deflator sprzedaży utrzymał się na poziomie sprzed miesiąca (PKOe: 0,6% r/r) potwierdzając, że nie ma oznak narastania presji cenowej w towarach. Szacunki bazujące na danych kartowych potwierdzają, że kolejny miesiąc z rządu dynamika wydatków na usługi przewyższała tempo wydatków na towary (choć w sierpniu tylko w niewielkim stopniu). Konsumenci zdają się również odbudowywać nadwątlone w okresie wysokiej inflacji poduszki finansowe. Więcej w Makro Flashu „[Wygładzanie konsumpcji w czasie](#)”.
- POL: Produkcja budowlano montażowa w sierpniu obniżyła się o 9,6% r/r (PKOe: -6,6% r/r, kons.: -6,5% r/r) wobec -1,4% r/r w lipcu.** Spadek dotyczył wszystkich działów budownictwa, a najsilniej aktywność obniżyła się w przypadku inżynierii lądowej. W sierpniu nie sprzyjał efekt kalendarzowy (1 dzień roboczy mniej r/r). Sektorowi cięży przytłumiony popyt na rynku mieszkaniowym oraz relatywnie słaby napływ funduszy UE z nowej perspektywy. Naszym zdaniem 2025 powinien być dużo lepszy dla branży budowlanej ze względu na coraz większy napływ „regularnych” funduszy unijnych, a także środków z KPO. Według naszych szacunków po stronie wykonawczej to właśnie budownictwo najmocniej na nich skorzysta, o czym piszemy w najnowszym [Kwartalniku Ekonomicznym](#).
- EUR: Wskaźnik PMI dla przemysłu obniżył się do 44,8 pkt. z 45,8 pkt., wyraźnie poniżej oczekiwań.** Spadek aktywności odzwierciedlał mniejszy napływ nowych zamówień, który był najniższy od początku roku. Największa redukcja działalności dotyczyła Niemiec i Francji, chociaż spadek obserwowano także w innych państwach strefy euro. Niższy popyt przełożył się na mniejszą presję inflacyjną, ale też najsilniejszy od 4 lat spadek zatrudnienia w przetwórstwie. Indeks usługowy PMI obniżył się do 50,5 pkt. z 52,9 pkt. sygnalizując wolniejsze tempo wzrostu aktywności.
- GER: Indeks PMI w przemyśle obniżył się do najniższego od roku poziomu 40,3 pkt. wobec 42,4 pkt. w sierpniu,** odzwierciedlając obawy o recesję i kondycję sektora motoryzacyjnego. Problemem pozostaje słaby popyt i spadek zamówień – zarówno krajowych, jak i eksportowych. W szczególności słabo wygląda sytuacja po stronie zatrudnienia – tempo jego redukcji było najszybsze od pandemii Covid-19 w 2020, co było związane ze zwolnieniami u producentów samochodowych. Gorzej niż przed miesiącem, ale wciąż relatywnie optymistycznie oceniana jest **koniunktura w usługach – tu indeks PMI obniżył się do 50,6 pkt. z 51,2 pkt. w sierpniu.** Tutaj – w przeciwieństwie do reszty strefy euro – również obserwowano redukcję zatrudnienia.
- POL: Podaż pieniądza M3 w sierpniu wzrosła o 7,8% r/r (kons. i PKOe: 8,0% r/r) wobec 8,3% r/r w lipcu.** Roczna dynamika podaży pieniądza M3 od połowy zeszłego roku znajduje się w przedziale 7,5-8,5% (poza marcem 2024 z dynamiką 6,6% r/r). W sierpniu, kolejny miesiąc, najszybciej rosła gotówka w obiegu (8,5% r/r), a nieco wolniej pozostałe, szersze agregaty monetarne. Więcej w Makro Flashu „[Ożywienie kredytów dla przedsiębiorstw?](#)”.
- USA: Wskaźnik PMI dla przemysłu okazał się słabszy od oczekiwań, obniżając się we wrześniu do 47,0 pkt. z 47,9 pkt. w sierpniu.** Największy negatywny wpływ na indeks miały nowe zamówienia, które spadły najsilniej od grudnia 2022. Redukcja zatrudnienia była najgłębsza od czerwca 2020. Spowolnił natomiast spadek produkcji. Na złagodzenie napięć w łańcuchach dostaw wskazywały skrócone czasy dostaw. Po raz pierwszy od 4 miesięcy przyspieszyło tempo wzrostu cen produktów gotowych. Natężenie presji cenowej dotyczyło także sektora usługowego, gdzie PMI również się obniżył do 55,4 pkt. z 55,7 pkt.

PMI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiana złotych kredytów mieszkaniowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

- **USA:** R.Bostic (Atlanta Fed, z prawem głosu) stwierdził, że rozpoczęcie cyklu luzowania dużę skalą obniżki będzie wspierać sprowadzenie poziomu stóp procentowych do neutralnego poziomu. Jednocześnie Fed powinien unikać nadmiernych cięć, biorąc pod uwagę wysoką niepewność dotyczącą szacunków poziomu naturalnej stopy procentowej. R.Bostic dodał, że w jego decyzji, aby na ostatnim posiedzeniu głosować za obniżką o 50pb, przeważały obawy o kondycję rynku pracy nad obawami przed podwyższoną inflacją. N.Kashkari (Minneapolis Fed, bez prawa głosu) powiedział, że ryzyka dla mandatu Fed są teraz skierowane w kierunku rynku pracy. Wyjaśnił, że czuł się komfortowo z decyzją o obniżeniu stóp we wrześniu o 50pb, ponieważ „netto” polityka pieniężna w USA nadal pozostaje restrykcyjna. W jego ocenie łagodniejsze obniżki, o 25pb na listopadowym i grudniowym posiedzeniu, to „dobry punkt startowy”. A. Golsbee (Fed Chicago, bez prawa głosu) powiedział, że stopy procentowe Fed powinny zostać znacząco obniżone, żeby chronić rynek pracy i wspierać gospodarkę. Ostrzegł, że zazwyczaj pogorszenie sytuacji na rynku pracy przebiega szybko, szybciej niż zdolność polityki pieniężnej do wsparcia gospodarki. Zaznaczył, że Fed ma przed sobą długą drogę by sprowadzić stopy procentowe do neutralnego poziomu.
- **CHN:** Prezes banku centralnego Chin ogłosił, że PBoC obniży stopę procentową (7-dniowa stopa reverse repo) do 1,5% z 1,7% oraz stopę rezerwy obowiązkowej (docelowo o 50pb, a jeśli będzie to konieczne o kolejne 25-50pb). Bank liczy, że to działanie zaowocuje spadkiem średnioterminowej stopy kredytowej o ok. 0,3pp. Prezes PBoC zapowiedział pakiet wspierający sektor nieruchomości, w którego skład wejdzie obniżenie oprocentowania kredytów hipotecznych (już istniejących, przeciętnie o 0,5pp) oraz złagodzenie zasad dotyczących nabywania kolejnej nieruchomości (m.in. poprzez obniżenie wymaganego wkładu własnego z 25% do 15%). PBoC ma także uwolnić 800 mld CNY płynności celem wsparcia rynku kapitałowego (w formie linii swapowej o wartości 500 mld CNY i programu tanich pożyczek o wartości 300 mld CNY), a docelowo rozważane jest stworzenie funduszu stabilizacyjnego dla rynku akcji. Pakiet ogłoszono na pierwszej od marca konferencji prasowej prezesa PBoC, któremu towarzyszyli regulatorzy rynków finansowych i kapitałowych. Skumulowane działania mają na celu wyraźniejsze wsparcie gospodarki w obliczu przedłużającej się stagnacji popytu wewnętrznego i rosnących trudności w realizacji wyznaczonego przez partię celu dla wzrostu gospodarczego.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 22 września podpisano 7,6 tys. umów na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 24,6% (79 mld PLN) dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **POL:** Przewodniczący sejmowej Komisji Odpowiedzialności Konstytucyjnej, Zdzisław Gawlik, poinformował, że przesłuchanie pierwszych świadków na posiedzeniu Komisji ws. wniosku o Trybunał Stanu dla Prezesa NBP odbędzie się w przyszłym tygodniu (wcześniejsze plany mówiły o pierwszym przesłuchaniu 24 września).

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 września						
JAP: Posiedzenie BOJ (wrz.)	--	%	0,25	0,25	--	0,25
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-0,8	-1,1	--	-0,8
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-13,4	-13,2	--	-12,9
Poniedziałek, 23 września						
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	9:30	pkt.	42,4	42,3	--	40,3
GER: PMI w usługach (wrz., wst.)	9:30	pkt.	51,2	51,0	--	50,6
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	10:00	pkt.	45,8	45,7	--	44,8
EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)	10:00	pkt.	52,9	52,3	--	50,5
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	10:00	% r/r	-1,4	-6,5	-6,6	-9,6
POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)	10:00	% r/r	4,4	3,6	3,3	2,6
POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)	14:00	% r/r	8,3	8,0	8,0	7,8
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	15:45	pkt.	47,9	48,6	--	47,0
Wtorek, 24 września						
GER: Indeks Ifo (wrz.)	10:00	pkt.	86,6	86,0	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,0	5,0	5,0	--
HUN: Posiedzenie MNB (wrz.)	14:00	%	6,75	6,50	6,50	--
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	6,47	6,0	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	103,3	104,0	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (sie.)	--	% r/r	10,6	--	--	--
Środa, 25 września						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mlrd HUF	1,86	1,83	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku (wrz.)	9:30	%	3,50	3,25	3,25	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (wrz.)	14:30	%	4,50	4,25	4,25	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tyś.	739	700	--	--
Czwartek, 26 września						
SWI: Posiedzenie SNB (wrz.)	9:30	%	1,25	1,00	1,00	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	2,3	2,6	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%k/k saar	1,4	3,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%k/k saar	1,5	2,9	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., wst.)	14:30	% m/m	9,8	-2,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz.)	14:30	--	219	225	--	--
Piątek, 27 września						
HUN: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,2	4,2	--	--
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,0	6,0	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., rew.)	11:00	pkt.	-13,5	-12,9	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (wrz.)	11:00	pkt.	96,6	96,5	--	--
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,5	2,3	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mlrd USD	-102,7	-100,0	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,6	2,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	67,9	69,5	--	--

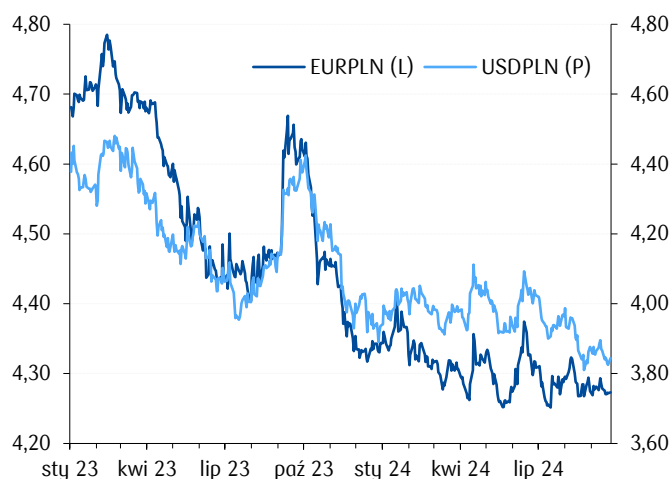
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

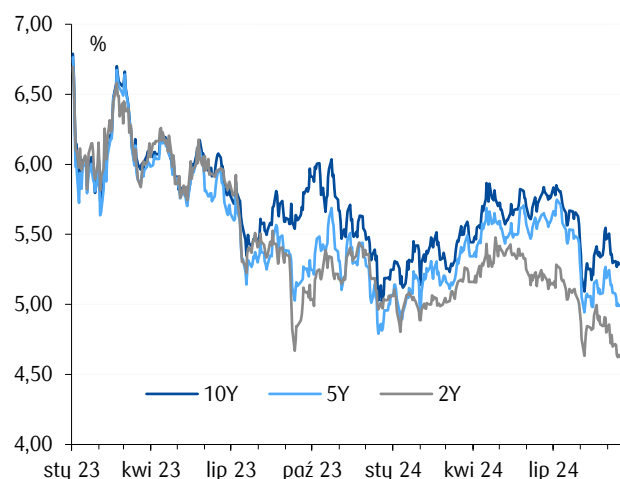
		Wartość 2024-09-23	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2733	0,0	-0,1	-0,2	-7,3	-7,6
	USDPLN	3,8387	0,1	-0,1	0,1	-11,9	-2,7
	CHFPLN	4,5276	0,4	-0,4	0,0	-5,1	5,9
	GBPPLN	5,1309	0,7	1,1	1,4	-3,4	-4,7
	EURUSD	1,1132	-0,1	0,1	-0,4	5,2	-5,1
	EURCHF	0,9439	-0,4	0,4	-0,3	-2,3	-12,8
	GBPUSD	1,3351	0,5	1,2	1,1	9,4	-2,1
	USDJPY	143,75	-0,5	2,4	-0,3	-3,5	31,6
	EURCZK	25,10	0,2	-0,3	0,2	3,0	-1,3
	EURHUF	394,78	0,4	0,2	0,0	0,9	12,0
Obligacje	PL2Y	4,70	3	8	-15	-38	413
	PL5Y	5,06	0	6	-2	-20	362
	PL10Y	5,39	0	10	4	-44	341
	DE2Y	2,16	-9	-2	-23	-106	288
	DE5Y	2,02	-7	2	-15	-74	266
	DE10Y	2,17	-5	5	-8	-62	250
	US2Y	3,59	0	2	-35	-154	337
	US5Y	3,51	1	10	-16	-111	268
	US10Y	3,75	1	13	-7	-80	242
Akcje	WIG	81 900,3	0,2	0,2	-2,5	24,5	18,0
	WIG20	2 286,8	0,3	-0,3	-4,5	18,8	0,4
	S&P500	5 718,6	0,3	1,5	1,8	31,8	31,3
	NASDAQ100	19 852,2	0,3	2,2	1,7	34,4	32,1
	Shanghai Composite**	2 849,7	4,1	5,4	-0,2	-8,5	-21,1
	Nikkei**	38 053,8	0,9	4,0	-0,1	16,4	27,5
	DAX	18 846,8	0,7	1,1	1,2	22,3	22,8
	VIX	18,01	0,3	-3,5	12,9	2,9	-23,1
Surowce	Ropa Brent	73,9	-0,8	1,6	-9,2	-20,8	-0,6
	Ropa WTI	71,3	-1,9	0,3	-9,0	-21,3	1,1
	Złoto	2628,6	0,6	1,8	4,6	37,1	47,8

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

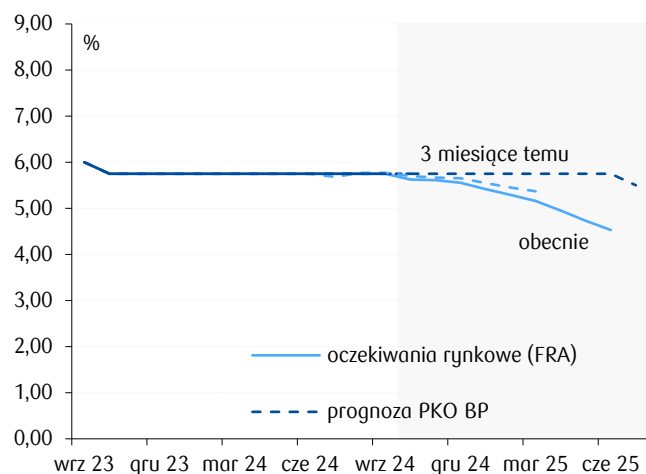
Notowania złotego wobec głównych walut



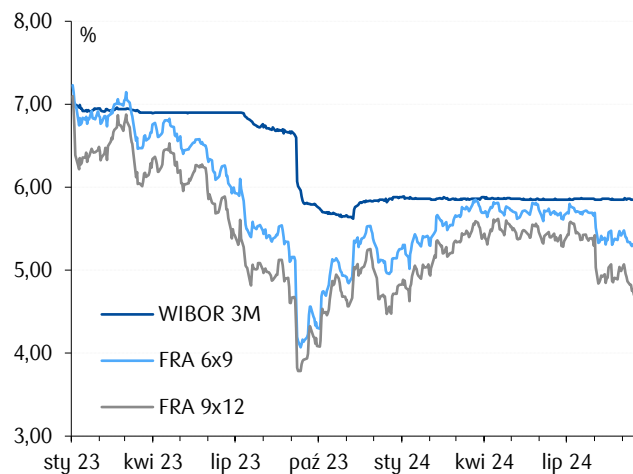
Rentowności polskich obligacji skarbowych



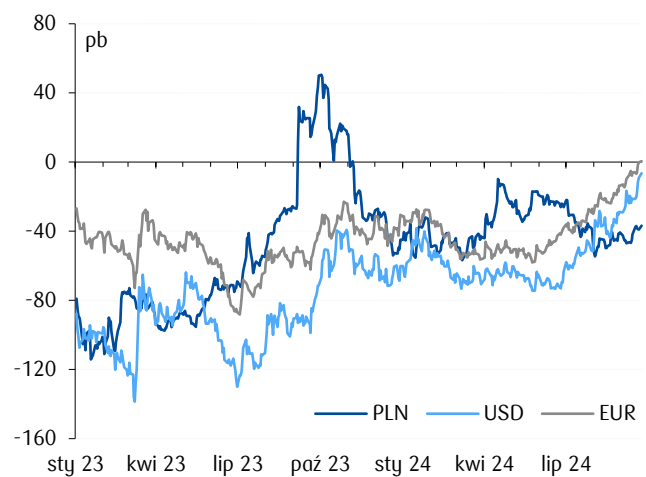
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



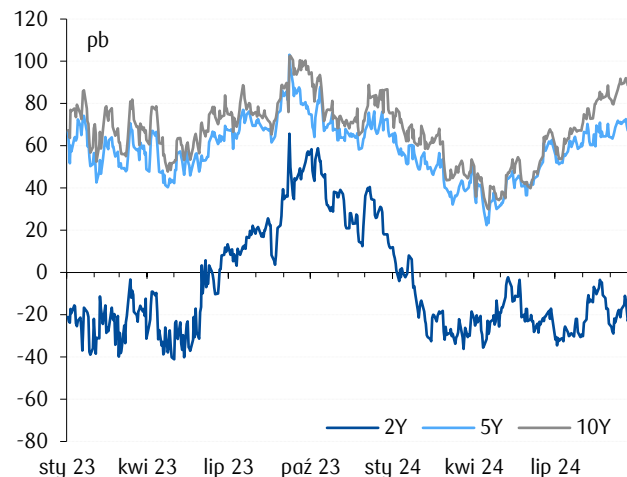
Krótkoterminowe stopy procentowe



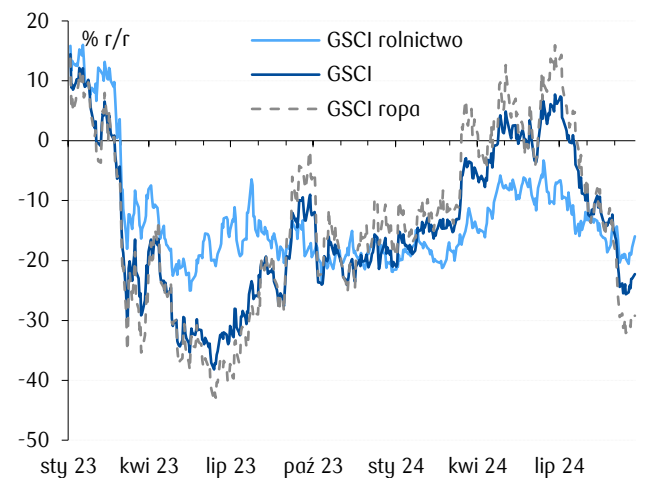
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



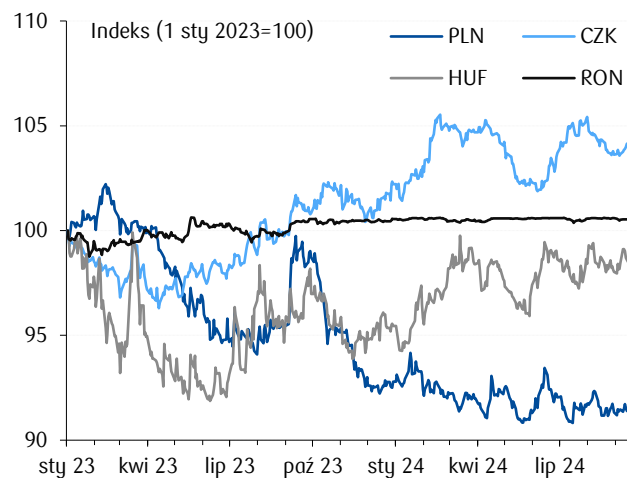
Spread asset swap dla PLN



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 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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

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

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#):



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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.