

Czy EBC przyspieszy?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Miniony dzień na rynkach finansowych był spokojny. W USA na parkietach akcyjnych obserwowaliśmy niewielkie wzrosty, a rentowności obligacji marginalnie się obniżyły. Cena ropy Brent nie zmieniła się istotnie. Równie sennie było na krajowym rynku – EURPLN i USDPLN marginalnie wzrosły, a rentowności obligacji nieznacznie zwiększyły.
- W strefie euro poznamy dziś dane o bilansie handlowym w sierpniu oraz zrewidowane, wrześniowe odczyty inflacji HICP (1,8% r/r wg wstępnych danych) oraz inflacji bazowej (2,7% r/r).
- W centrum uwagi znajdzie się posiedzenie EBC, na którym spodziewamy się obniżki stóp procentowych o 25pb. Podczas wrześniowego posiedzenia Rady Prezesów, na którym Bank po raz drugi obniżył stopy o 25pb, główny ekonomista P.Lane zasugerował, że jeśli napływające dane pokażą trwałe przyspieszenie procesów dezinflacyjnych albo wyraźne spowolnienie ożywienia gospodarczego, to uzasadnione będzie porzucenie ostrożnej postawy i przyspieszenie tempa obniżek stóp procentowych. Po serii negatywnych danych ze strefy euro i głębszym od oczekiwań spadku inflacji, nawet bardziej jastrzębi przedstawiciele EBC coraz bardziej skupiają się na wątpliwych perspektywach wzrostu gospodarczego (w miejsce proinflacyjnych czynników ryzyka) a konsensus wskazuje na regularne obniżki stóp o 25pb na każdym posiedzeniu EBC aż do marca 2025.
- Dane o aktywności z USA za wrzesień powinny wpisać się w scenariusz niewielkiego spowolnienia wzrostu PKB w 3q24 (z 3,0% q/q saar w 2q24), przy utrzymaniu solidnej dynamiki konsumpcji i słabszym wzroście inwestycji. Szacunki ekonomistów ankietyowanych przez Bloomberg'a wskazują, że ostatni miesiąc 3q24 przyniósł przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej do 0,2% m/m oraz minimalny spadek produkcji przemysłowej (-0,1% m/m), której wciąż brakuje impulsów, aby wyrwać się ze stagnacji. W USA opublikowane zostaną również tygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych – ich istotność w ostatnim czasie wzrosła w obliczu większej koncentracji Fed na rynku pracy i zaskakujących odczytów NFP.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

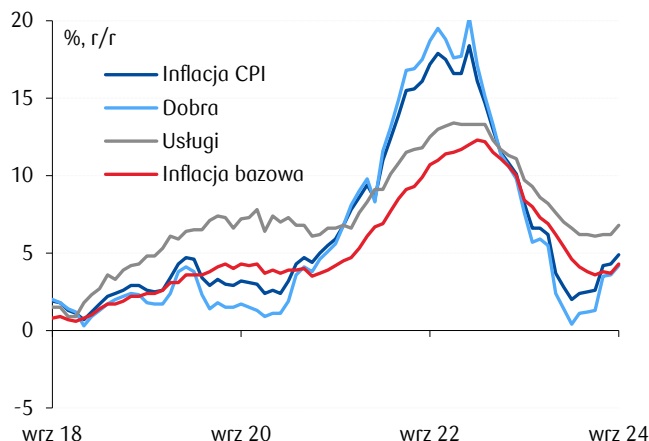
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

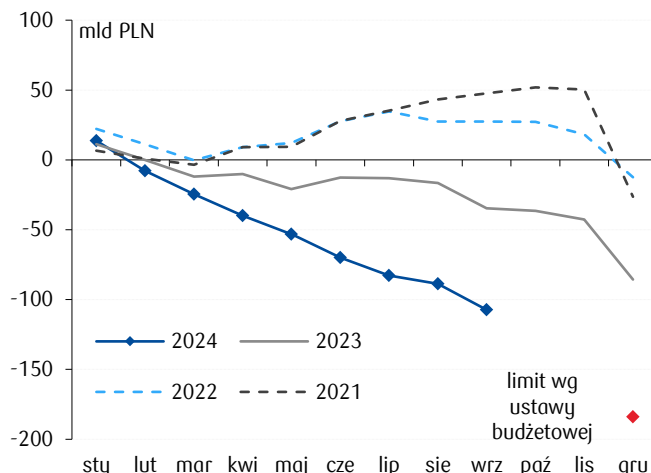
	Wartość 2024-10-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3005	0,2
USDPLN	3,9529	0,4
CHFPLN	4,5738	0,2
GBPPLN	5,1406	-0,3
EURUSD	1,0880	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,97	5
PL5Y	5,29	7
PL10Y	5,58	6
DE10Y	2,18	-5
US10Y	4,01	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	83 759,2	0,6
DAX	19 432,8	-0,3
S&P500	5 842,5	0,5
Nikkei**	38 987,6	-0,5
Shanghai Comp.**	3 207,9	0,2
Surowce:		
Złoto	2670,88	0,3
Ropa Brent	74,22	0,0

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 bazowa na tle inflacji CPI w Polsce



Skumulowany od początku roku deficyt budżetu centralnego

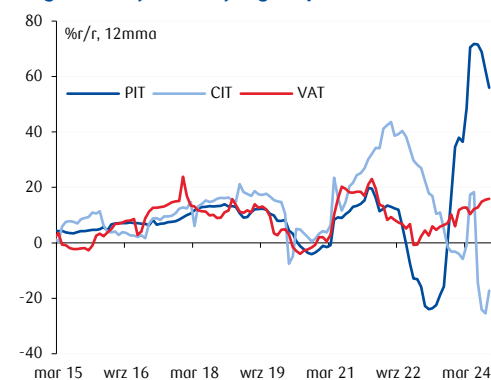


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła we wrześniu do 4,3% r/r z 3,7% r/r w sierpniu, zgodnie z naszą prognozą i powyżej rynkowego konsensusu (kons.: 4,1% r/r), tym samym osiągając poziom najwyższy od marca. Jej impet (zmiana % m/m po odsezonowaniu) pozostaje podwyższony, na poziomie 4-5% saar, co sugeruje uporczywość fundamentalnych procesów cenowych, głównie w komponencie usługowym.
- POL:** Deficyt budżetu w okresie styczeń-wrzesień pogłębił się do 107,3 mld PLN (58,3% całorocznego limitu) wobec 88,7 mld PLN po sierpniu. W ujęciu sumy 12-miesięcznej deficyt wyniósł 158 mld PLN i pozostał na poziomie z sierpnia (ok. 4,2% PKB). Zdecydowanie wyższy jest stopień wykonania (względem ustawy budżetowej na 2024) dochodów (67,4%) i wydatków (65,5%). Po stronie dochodowej obserwujemy (wszystkie poniższe dynamiki w ujęciu sumy 12-mies.) wzrost o 14,1% r/r, a wydatków o 26,0% r/r – w obu przypadkach dynamiki hamują. Szczegółowe rozbieżności po stronie dochodowej wskazuje na systematycznie przyspieszającą dynamikę wpływów z VAT (15,9% r/r; efekt ożywienia konsumpcji oraz powrotu 5% stawki VAT na żywność mimo spadku inflacji), hamującą dynamikę wpływów z PIT (56% r/r; zaburzoną przez zeszłoroczne zwroty związane z Polskim Łądem) i nieco słabszy niż w poprzednich miesiącach spadek wpływów z CIT (-17,3% r/r, spadek CIT to efekt niższych zysków firm). Dane pozostają zgodne z naszymi prognozami. Po stronie wydatkowej nie dostrzegamy zmiany dotychczasowych tendencji. Istotnie wyższe niż rok temu pozostają subwencje dla JST (26,3% r/r, m.in. środki na podwyżki dla nauczycieli oraz wyrównanie dochodów za 2022), subwencja dla FUS (37,1% r/r, m.in. środki na wypłatę 13- i 14-emerytury wcześniej wypłacanych z Funduszu Solidarnościowego), obsługę długu Skarbu Państwa (26,6% r/r; równowartość 1,8% PKB) czy obronę narodową. Miesięczne dane o budżecie centralnym nie dostarczają nam przekonujących argumentów do rewizji naszej prognozy deficytu sektora finansów publicznych w 2024, która wynosi 5,6% PKB (wobec 5,7% wg MF). Na ten moment nie dostrzegamy również ryzyka przekroczenia zapisanego w ustawie budżetowej limitu deficytu (184 mld PLN), nawet mimo wzorca polegającego na istotnym pogorszeniu wyniku w ostatnich miesiącach roku (por. wykres). Według nas nie implikowałoby to konieczności nowelizacji budżetu, co ostatnio sugerował minister finansów A.Domański m.in. wskazując na koszty związane z powodzią oraz ryzyko niższych od planowanych wpływów podatkowych. Jednocześnie nie wykluczamy, że nowelizacja budżetu mogłaby zostać dokonana bez zmiany planowanego deficytu.
- POL:** Wczoraj opublikowany został [projekt ustawy](#) o systemach sztucznej inteligencji. Zakłada on powstanie Komisji Rozwoju i Bezpieczeństwa Sztucznej Inteligencji, która zajmie się m.in. nadzorem nad firmami/startupami rozwijającymi SI. Komisja będzie prowadzić postępowania związane z naruszeniem przepisów unijnego rozporządzenia 2024/1689 (w sprawie ustanowienia zharmonizowanych przepisów dotyczących sztucznej inteligencji). Kary za naruszenia przepisów mogą sięgać do 35 mln EUR lub 7% całkowitego rocznego światowego obrotu w poprzednim roku obrotowym.
- POL:** Wiceprezes NBP M.Kightley stwierdziła, że szczyt inflacji przypadnie na 1q25, a pod koniec 2025 inflacja CPI znajdzie się trwale poniżej górnego poziomu odchyleń od celu. Obecny wzrost inflacji wynika wg M.Kightley z zmian cen regulowanych (głównie nośników energii), wzrostu stawki VAT na żywność i efektów bazowych. Prezes oceniła, że NBP nadal prowadzi restrykcyjną politykę pieniężną, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Jej zdaniem powódź nie będzie miała istotnego przełożenia na dynamikę PKB oraz inflację CPI na poziomie całej gospodarki. Na pytanie o rosnący dysparytet stóp procentowych między NBP a EBC i Fed M.Kightley

Dynamika roczna sumy 12-mies. wpływów do budżetu centralnego z tytułu najważniejszych podatków



Źródło: Goldman Sachs, PKO Bank Polski.

odpowiedziała, że nie zawsze prowadził on do umocnienia złotego, przez co nie musi to być czynnik skłaniający NBP do wcześniejszych obniżek stóp procentowych. Przypomniała, że członkowie RPP zapowiadają, że marzec 2025 może być momentem rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp, przy czym Rada podkreśla zależność od napływających danych i prognoz.

- **UE/USA:** Bloomberg poinformował, że Unia Europejska ma przygotowaną listę amerykańskich towarów, na które może nałożyć cła, jeśli D.Trump wygra listopadowe wybory prezydenckie i zgodnie z zapowiedziami nałoży taryfy na wszystkie importowane z Europy produkty. Według agencji przygotowana przez UE lista towarów do objęcia cłami zostanie wykorzystana wyłącznie w odwecie za działania Białego Domu. Jedno z anonimowych źródeł podkreśliło, że UE preferowałaby szukanie porozumienia z D.Trumpem w obszarach wspólnego interesu, takich jak Chiny. Szerzej o konsekwencjach wyborów prezydenckich w USA pisaliśmy w Makro Focus: [Pennsylvania Polka](#).
- **UKR:** Prezydent W.Zełeński zaprezentował w ukraińskim parlamencie „plan zwycięstwa” z wizją zakończenia konfliktu, podkreślając brak zgody na „zamrożenie konfliktu” czy oddanie ukraińskich terytoriów w zamian za pokój. W.Zełeński wskazał, że jest gotowy na uczciwe negocjacje z Rosją. Plan zakłada (1) bezwarunkowe zaproszenie Ukrainy do NATO; (2) przeniesienie wojny na teren Rosji (m.in. poprzez udostępnienie Ukrainie systemów rakietowych dalekiego zasięgu); (3) powstrzymanie rosyjskiej agresji przez rozmieszczenie pakietu odstraszania strategicznego (innego niż jądrowy) na terytorium Ukrainy); (4) wzmocnienie strategicznego i gospodarczego potencjału Ukrainy przez zachodnich partnerów; (5) w okresie powojennym wykorzystanie ukraińskich doświadczeń wojskowych w Europie, w tym zastąpienie w Europie wojsk amerykańskich ukraińskimi. Plan zawiera 3 niejawnie załączniki, przekazane przywódcom państw partnerskich. Komentując plan sekretarz generalny NATO M.Rutte powiedział, że nie może powiedzieć, że popiera cały plan, ponieważ jest wiele kwestii, „które musimy lepiej zrozumieć”. Prezydent USA J.Biden ogłosił nowy pakiet wojskowy dla Ukrainy o wartości 425 mln USD, w tym m.in. systemy obrony powietrznej.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 11 października						
GER: Inflacja CPI (wrz., rew.)	8:00	% r/r	1,9	1,6	--	1,6
GER: Inflacja HICP (wrz., rew.)	8:00	% r/r	2,0	1,8	--	1,8
ROM: Inflacja CPI (wrz.)	8:00	% r/r	5,1	4,7	--	4,6
ROM: Wynagrodzenie (sie.)	8:00	% r/r	14,8	--	--	13,8
USA: Inflacja PPI (wrz.)	14:30	% r/r	1,9	1,6	--	1,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., wst.)	16:00	pkt.	70,1	70,5	--	68,9
Poniedziałek, 14 października						
ROM: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	-3,7	-1,3	--	-2,0
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	10:00	mld CZK	-13,74	-5,2	--	18,54
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie.)	14:00	mld EUR	-1116	-969	-882	-2827
POL: Eksport (sie.)	14:00	% r/r	4,6	-1,2	0,3	-3,3
POL: Import (sie.)	14:00	% r/r	10,5	4,1	4,5	4,9
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (sie.)	--	mld RON	-15,178	--	--	-17,858
Wtorek, 15 października						
POL: Inflacja CPI (wrz., rew.)	10:00	% r/r	4,3	4,9	4,9	4,9
GER: Indeks instytutu ZEW (paż.)	11:00	pkt.	3,6	10	--	13,1
EUR: Produkcja przemysłowa (sie.)	11:00	% r/r	-2,1	-1,0	--	0,1
Środa, 16 października						
POL: Inflacja bazowa (wrz.)	14:00	% r/r	3,7	4,1	4,3	4,3
Czwartek, 17 października						
EUR: Bilans handlowy (sie.)	11:00	mld EUR	15,5	17,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,2	1,8	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,8	2,7	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (paż.)	14:15	%	3,5	3,25	3,25	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (paż.)	14:15	%	3,65	3,40	3,40	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	14:30	% m/m	0,1	0,2	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz.)	14:30	% m/m	0,1	0,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (paż.)	14:30	tys.	258	253	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (wrz.)	15:15	% m/m	0,8	-0,1	--	--
Piątek, 18 października						
CHN: Wzrost PKB (3q)	4:00	% r/r	4,7	4,6	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (wrz.)	14:30	mld	1,356	1,349	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (wrz.)	14:30	tys.	1,475	1,45	--	--

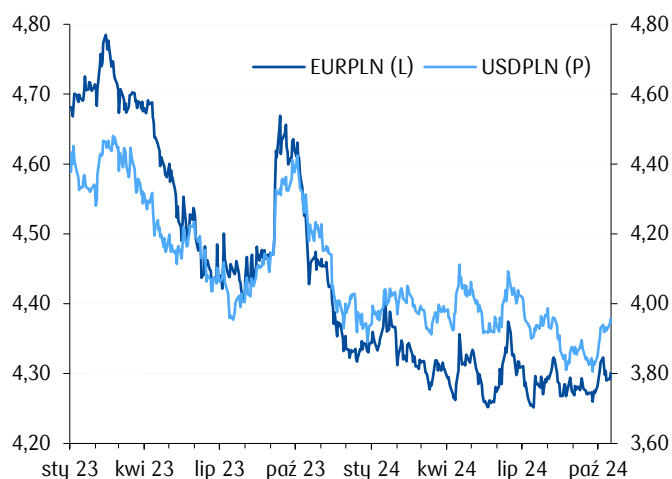
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

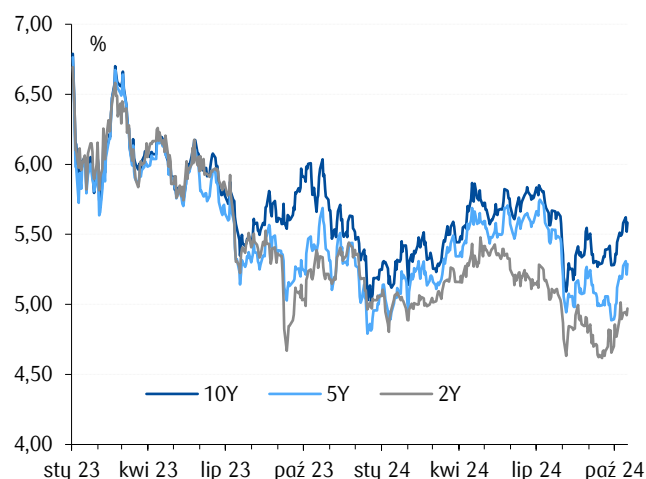
		Wartość 2024-10-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3005	0,2	0,1	0,7	-3,2	-6,1
	USDPLN	3,9529	0,4	0,7	2,9	-6,2	-0,1
	CHFPLN	4,5738	0,2	0,1	0,7	-2,6	7,1
	GBPPLN	5,1406	-0,3	0,1	1,3	0,2	-4,6
	EURUSD	1,0880	-0,2	-0,6	-2,1	3,2	-6,0
	EURCHF	0,9403	0,0	-0,1	0,0	-0,6	-12,3
	GBPUSD	1,3009	-0,7	-0,5	-1,5	7,1	-4,6
	USDJPY	149,62	0,2	0,3	5,3	-0,1	32,0
	EURCZK	25,31	0,3	-0,2	0,9	2,4	-0,2
	EURHUF	401,70	0,4	0,7	1,8	4,5	11,5
Obligacje	PL2Y	4,97	5	7	30	-29	324
	PL5Y	5,29	7	10	26	-15	301
	PL10Y	5,58	6	9	24	-19	287
	DE2Y	2,17	-5	-9	-10	-109	284
	DE5Y	2,03	-5	-9	-4	-80	252
	DE10Y	2,18	-5	-8	-2	-75	230
	US2Y	3,94	-2	-8	30	-128	357
	US5Y	3,84	-2	-7	35	-109	275
	US10Y	4,01	-2	-5	30	-89	247
Akcje	WIG	83 759,2	0,6	1,1	1,3	18,8	12,8
	WIG20	2 341,0	0,8	0,8	0,6	11,8	-4,5
	S&P500	5 842,5	0,5	0,9	4,0	35,4	33,9
	NASDAQ100	20 174,1	0,1	-0,5	4,3	35,3	36,5
	Shanghai Composite**	3 208,9	0,2	-1,5	18,1	4,9	-9,9
	Nikkei**	38 997,6	-0,5	-0,7	7,2	21,7	38,6
	DAX	19 432,8	-0,3	0,9	3,9	28,7	27,4
	VIX	19,05	-1,3	-1,5	1,7	-2,8	-9,7
Surowce	Ropa Brent	74,2	0,0	-3,1	0,8	-18,9	-10,8
	Ropa WTI	71,0	-0,4	-3,9	-1,3	-19,6	-11,9
	Złoto	2670,9	0,3	2,1	3,9	37,6	49,0

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

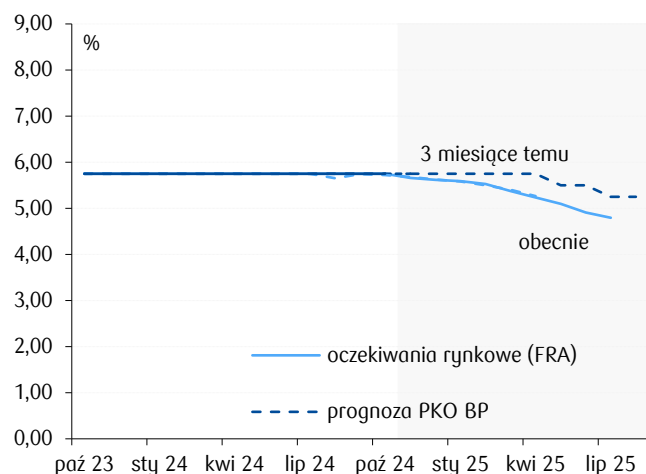
Notowania złotego wobec głównych walut



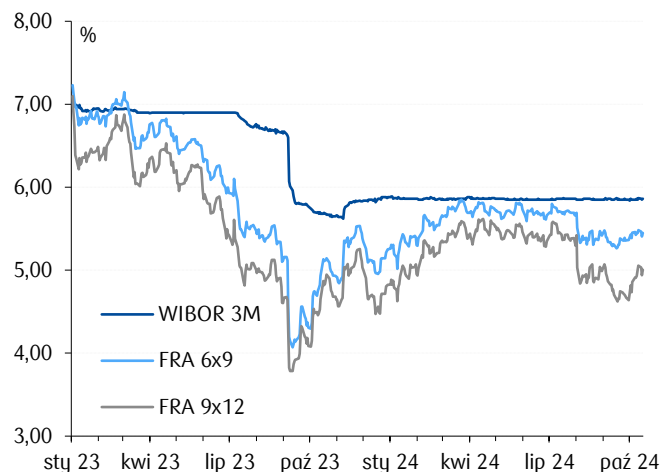
Rentowności polskich obligacji skarbowych



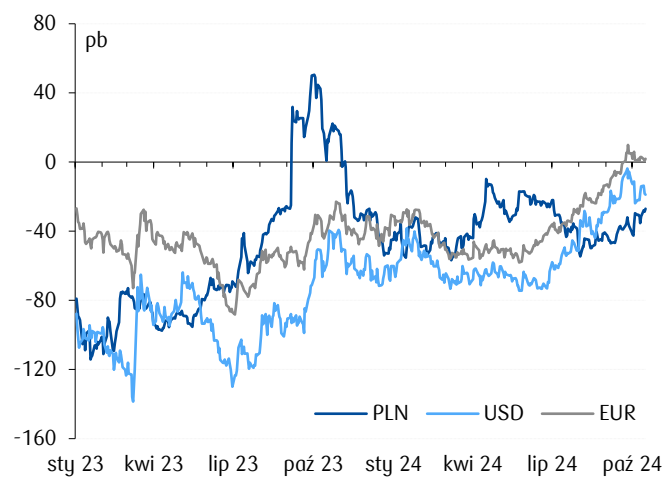
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



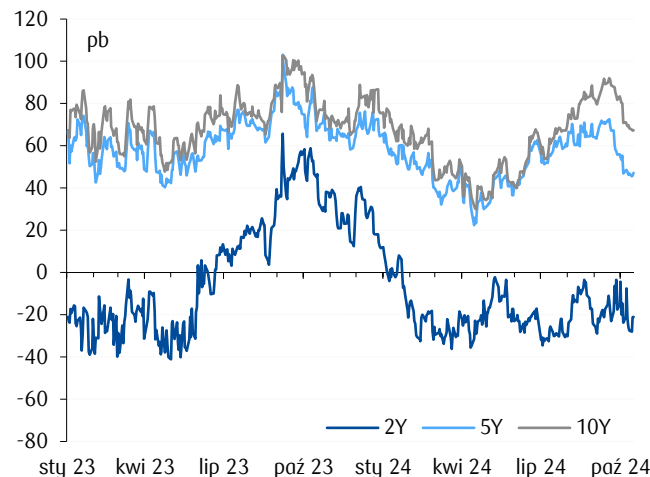
Krótkoterminowe stopy procentowe



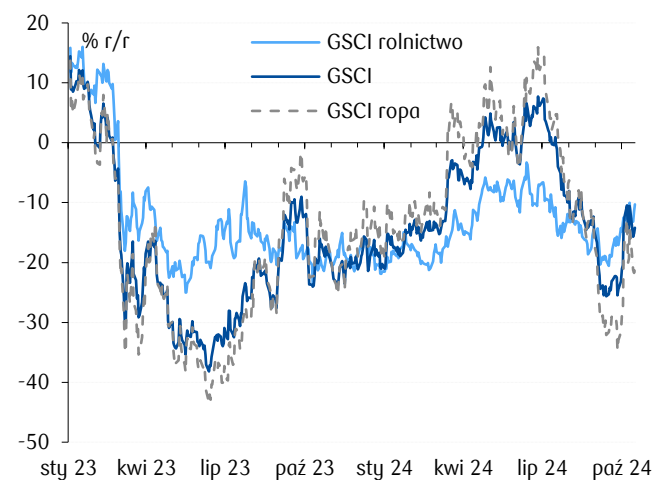
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



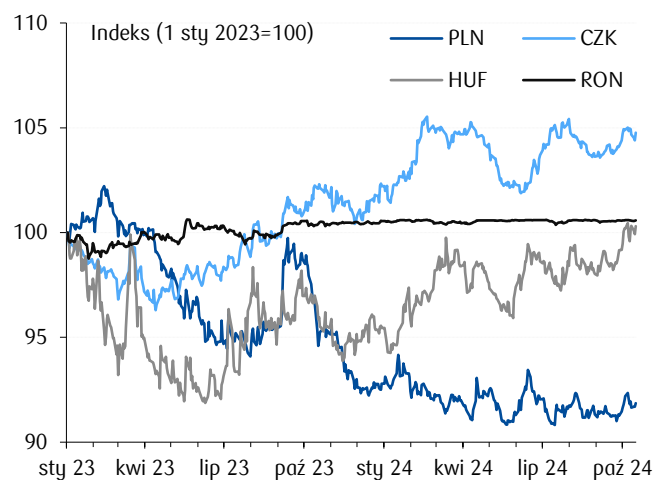
Spread asset swap dla PLN



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: analizy.makro@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:
analizy.makro@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.