

Ile wytrzyma rynek pracy?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **W oczekiwaniu na publikowany dziś raport z amerykańskiego rynku pracy, nastroje inwestycyjne drugi dzień z rzędu pogorszały się wczoraj.** Dużą rolę odegrał w tym zmasowany napływ jastrzębich wypowiedzi z Fed (L.Cook, Ch.Evans, N.Kashkari, L.Mester, Ch.Waller). W efekcie, indeksy akcyjne spadały, rentowności Treasuries rosły, a dolar umocnił się wobec głównych walut (EURUSD dziś rano poniżej 0,98). Nastawienie do rynków wschodzących pogorszyło się. Złoty był pod presją i osłabiał się wyraźnie nie tylko wobec głównych walut (o 1,0% wobec EUR i 1,2% vs USD), ale także do CZK, a nawet HUF. Krajowej walucie nie sprzyjała niewystarczająco jastrzębia w percepcji rynków wymowa konferencji prasowej Prezesa NBP. Nie było natomiast istotnej reakcji krajowego rynku stopy procentowej. Stawki FRA i IRS były względnie stabilne, a rentowności krajowych obligacji nieznacznie wzrosły w ślad za rynkami bazowymi.
- **Dziś wszystkie oczy będą zwrócone na raport z rynku pracy w USA za wrzesień.** Oczekiwane jest hamowanie wzrostu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (kons. 250 tys. vs 315 tys. w sierpniu) przy stabilnej stopie bezrobocia i dynamice płac. Byłyby to ogólnie solidne rezultaty. Brak wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy byłby odczytany przez rynek i Fed jako dowód na konieczność kontynuacji agresywnych podwyżek stóp.
- **Na drugim planie dane makro z Niemiec.** Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła wraz z ograniczeniem pracy części zakładów ze względu na kryzys energetyczny oraz spadek zamówień. Z kolei sprzedaż detaliczna w sierpniu spadła na fali podwyższonego pesymizmu konsumentów i spadku realnych dochodów.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Prezes NBP A.Głapiński podczas konferencji prasowej wskazał, że RPP zatrzymała, ale nie zakończyła cyklu podwyżek stóp procentowych.** Prezes NBP wskazał na cztery przesłanki za przerwaniem cyklu: 1) ograniczenie popytu na kredyt i zamrożenie rynku kredytów mieszkaniowych; 2) stopniowe wygasanie szoków energetycznych i w sieciach dostaw; 3) potrzebę oceny wpływu dotychczasowych 11 podwyżek stóp procentowych na gospodarkę; 4) początek zacieśniania monetarnego przez największe banki centralne.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

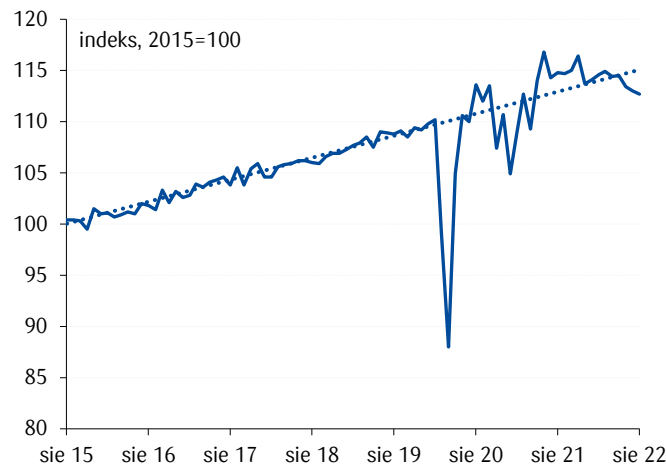
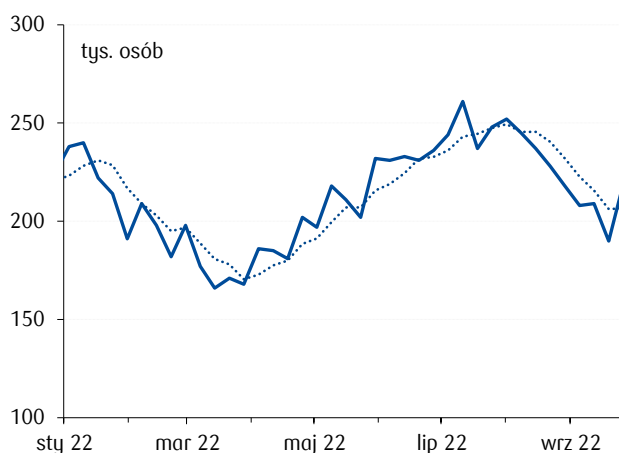
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-10-06	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,8813	1,0
USDPLN	4,9599	1,2
CHFPLN	5,0138	0,8
GBPPLN	5,5730	0,9
EURUSD	0,9842	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	7,37	2
PL5Y	7,42	9
PL10Y	7,20	7
DE10Y	2,08	6
US10Y	3,82	6
Indeksy akcyjne:		
WIG	47 299,6	0,3
DAX	12 470,8	-0,4
S&P500	3 744,5	-1,0
Nikkei**	27 113,2	-0,7
Shanghai Comp.**	3 024,4	0,0
Surowce:		
Złoto	1712,15	0,2
Ropa Brent	94,60	1,2

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.

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA Realna sprzedaż detaliczna w strefie euro

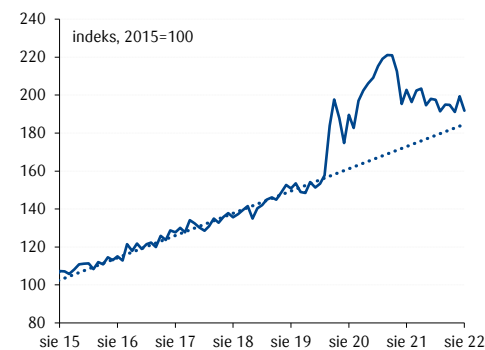


Źródło: Eurostat, Macrobond, PKO Bank Polski.

Prof. Glapiński podkreślał, że w przyszłym roku na polską gospodarkę oddziaływać będzie połączony wpływ dotychczasowych podwyżek stóp w Polsce oraz za granicą. Według Prezesa NBP zsynchronizowane podwyżki stóp przez główne banki centralne ograniczą globalny popyt (w tym ceny surowców) i w konsekwencji inflację. Wzrost krajowej inflacji we wrześniu do 17,2% r/r nie był spodziewany przez NBP, ale zdaniem Prezesa nadal można mówić o „płaskowyżu inflacyjnym”. Wzrost cen jest wciąż możliwy m.in. dlatego, że konsumenci w dalszym ciągu tolerują podwyżki cen ze strony firm, przy czym wraz z pogorszeniem koniunktury (i popytu) tolerancja ta będzie ograniczana. Ceny energii oraz żywności odpowiadają wg NBP za 2/3 bieżącej inflacji. Więcej szczegółów odnośnie do perspektyw inflacji poznamy wraz z publikacją nowego Raportu o Inflacji. W listopadzie mogłaby zostać podjęta decyzja o zakończeniu lub wznowieniu cyklu, ale Rada nadal będzie działać z posiedzenia na posiedzenie w zależności od napływających danych. W szczególności, jeśli projekcja sugerowałaby, że czynniki krajowe coraz silniej stymulują inflację byłby to argument za powrotem do podwyżek stóp. Zdaniem szefa NBP zmiany kursu złotego są buforem dla aktywności gospodarczej, a porównania PLN z CZK są nieuzasadnione ze względu na duży zakres interwencji walutowych CNB. Prezes Glapiński wskazał, że gdyby kurs EUR/PLN spadł o 10% to inflacja CPI wzrosłaby o 1pp, co nie zmieniłoby zasadniczo obrazu procesów inflacyjnych. Prezes NBP powtórzył, że ma nadzieję, iż pod koniec 2023 możliwe będą obniżki stóp, ale wskazał na pogorszenie perspektyw inflacji na 2024. Na pytanie o możliwość skupu obligacji funduszy pozabudżetowych, szef banku centralnego wskazał, że NBP nie będzie skupował obligacji podczas cyklu zacieśniania. Stwierdził jednak, że w krytycznym momencie NBP dbać będzie o stabilność finansową państwa. Prezes Glapiński oczekuje, że spowolnienie gospodarcze będzie stopniowe, przy czym nie grozi nam recesja i znaczący wzrost bezrobocia.

- **POL:** Sejm powołał nowych członków RPP, Iwonę Dudę oraz Gabrielę Masłowską, w efekcie na kolejnym posiedzeniu organ ten będzie obradować w pełnym składzie.
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła do 219 tys. (kons. 203 tys.) wobec 190 tys. w poprzednim miesiącu. Średnia czterotygodniowa wzrosła tylko minimalnie do 206,5 tys.
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu spadła o 0,3% m/m (kons. -0,5% m/m) vs -0,4% m/m w lipcu. Sprzedaż żywności spadała już piąty miesiąc z rzędu (w sierpniu o 0,8% m/m). W sierpniu mocno wzrosła z kolei sprzedaż paliw (realna i po uwzględnieniu typowej sezonowości), co można wiązać ze wzrostem popytu wraz ze spadkiem cen. Sprzedaż internetowa wraca do trendu implikowanego z okresu przedpandemicznego (por. wykres na marginesie). Publikowana przez Eurostat sprzedaż detaliczna w Polsce drugi miesiąc z rzędu wzrosła w ujęciu m/m po odsezonowaniu, a w ujęciu r/r przyspieszyła do 8,0% wobec 7,6% w lipcu i 7,9% w czerwcu.
- **EUR:** W *minutes* po wrześniowym posiedzeniu EBC zapisano, że decyzja o podwyżce stóp o 75pb ostatecznie zapadła jednogłośnie, ale w toku dyskusji pojawiły się głosy preferujące ruch tylko o 50pb, ze względu na rosnące ryzyko recesji, która oddziaływałaby hamująco na skalę wzrostu cen. Zdecydowana większość członków od początku dyskusji preferowała ruch o 75pb, jako proporcjonalną odpowiedź na znaczące zaskoczenia inflacyjne. Członkowie Rady Prezesów uważają, że choć inflacja w strefie euro wynika przede wszystkim z energetycznego szoku podażowego, to obecnie coraz szerzej rozlewa się na pozostałe kategorie i rośnie znaczenie czynników popytowych (szczególnie w inflacji usługowej). Płace nominalne rosną nieco szybciej od oczekiwań EBC, ale nadal w ograniczonym tempie. Oczekiwania inflacyjne nadal pozostają zakotwiczone, ale szereg wskaźników sugeruje rosnące ryzyko ich odkotwiczenia. W komunikacie zapisano, że recesja staje

Realna sprzedaż internetowa (G4791) w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

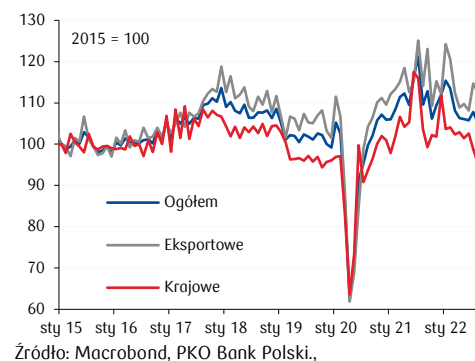
się coraz bardziej prawdopodobna. Członkowie Rady uważają, że wsparcie fiskalne podczas kryzysu energetycznego powinno być tymczasowe i celowane w najbardziej wrażliwe podmioty gospodarcze, tak aby ograniczyć związane z nim ryzyko inflacyjne. Wskazano też na ograniczenia polityki pieniężnej, która ze względu na duże opóźnienia (4-8 kwartałów) nie może kontrolować krótkoterminowych procesów inflacyjnych, przy zdecydowanie większych możliwościach po stronie rządów i Komisji Europejskiej.

- **GER: Zamówienia fabryczne w sierpniu spadły o 2,4% m/m i o 4,1% r/r.** Spadek był głębszy od oczekiwań. W górę zrewidowano natomiast dane za lipiec – obecnie Destatis wskazuje na wzrost o 1,9% wobec wcześniejszych danych wskazujących na spadek o 1,1% m/m. Rewizja dotyczyła zamówień eksportowych. W sierpniu zamówienia krajowe spadły o 3,4% m/m, a zagraniczne o 1,7% m/m. W ostatnich miesiącach szczególnie szybko spadają zamówienia krajowe – drugi miesiąc z rzędu o ponad 3% m/m.
- **EUR: Instytut Bruegel'a [zaktualizował](#) szacunki zapotrzebowania na gaz w UE w rozbiciu na sektory.** Z analizy wynika, że dotychczas (sty-wrz) popyt na gaz w EU spadł o 7% w porównaniu do średniej z 2019-2021, a za większość redukcji odpowiadał przemysł. Zimą oczekiwane są nieco większe oszczędności ze strony gospodarstw domowych oraz energetyki (ograniczenie mocy elektrowni gazowych). Według ich szacunków zapotrzebowanie na gaz w Polsce (vs średnia 2019-2021) spadło o 8% w przemyśle/gospodarstwach domowych oraz o 21% w energetyce. Według danych z ENTSOG zagregowanych przez nas, w 2022 zużycie podmiotów bezpośrednio pobierających gaz z sieci (energochłonny przemysł, energetyka) było o 30% niższe niż średnia w 2019-2021, a pozostałych podmiotów (gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, administracja) o 11% mniejsze.
- **POL: Rząd pracuje nad przygotowaniem specjalnej taryfy energetycznej dla samorządów i MŚP.** Premier M.Morawiecki zapowiedział dopłaty do taryf i doprowadzenie do tego by cena prądu nie była wyższa niż w 2q22. Taryfa miałaby obowiązywać przez 12 miesięcy. Rząd planuje też wdrożenie dopłat dla samorządów, które importują węgiel na rzecz gospodarstw domowych na poziomie 2 tys. PLN za tonę.
- **HUN: MNB** utrzymał tygodniową stopę depozytową na poziomie 13%.
- **POL: NBP** w cyklicznej [analizie](#) sytuacji na rynku nieruchomości podał, że w 2q22 spadła liczba sprzedanych kontraktów na budowę mieszkań do 9,3 tys. wobec przeciętnie 14,5 tys. w 2021. Popyt był przesuwany na tańsze mieszkania w mniejszych ośrodkach aglomeracji dużych miast. Obserwowano dalszy wzrost średnich cen transakcyjnych na rynku wtórnym i pierwotnym.
- **ŚWIAT: Szefowa MFW K.Georgieva** oceniła, że jedna trzecia światowej gospodarki doświadczy w 2023 co najmniej dwóch kwartałów spadku PKB. Dodała, że kombinacja spadku realnych dochodów i wzrostu cen oznacza, iż wiele innych krajów poczuje się, jakby znalazły się w recesji, nawet gdyby uniknęły spełnienia jej formalnego kryterium. Wypowiedź sugeruje, że w zaplanowanej na przyszły tydzień publikacji World Economic Outlook prognozy dla światowej gospodarki zostaną ponownie zrewidowane w dół.
- **USA: N.Kashkari z Fed** w Minneapolis powiedział, że nie będzie gotowy, aby ogłosić przerwę w cyklu podwyżek stóp procentowych dopóki nie zobaczy dowodów na to, że inflacja bazowa wyraźnie minęła szczyt. W jego ocenie Fed ma jeszcze dużo pracy do wykonania i jest jeszcze daleko od przerwy w cyklu. Bankier centralny spodziewa się, że w globalnej gospodarce pojawią się straty i będą porażki przy przechodzeniu do środowiska wyższych stóp procentowych, bo taka jest natura kapitalizmu. Dodał, że Fed musi mieć oczy otwarte na zagrożenia, które mogą destabilizować całą amerykańską

gospodarkę. Dla niego poprzeczka do faktycznej zmiany stanowiska w polityce pieniężnej jest bardzo wysoka.

- GER: Produkcja przemysłowa** w sierpniu spadła o 0,8% m/m (odsez.) co oznacza, że w ujęciu rocznym dynamika produkcji wyniosła 2,1%. W samym przetwórstwie przemysłowym spadek produkcji wyniósł 0,1% m/m. W strukturze produkcji wyróżniają się branża chemiczna oraz petrochemiczna, których aktywność mocno spadła wskutek m.in. suszy skutkującej zakłóceniami w transporcie wodnym śródlądowym. Produkcja w branżach energochłonnych spadła o 2,1% m/m, a spadek był głębszy niż w przypadku przetwórstwa czy przemysłu ogółem. Od lutego 2022 poziom produkcji w tych branżach obniżył się o 8,6%. Niemiecki przemysł zbliża się do zimy, w trakcie której dostępność energii po akceptowalnych cenach będzie dla niego wyzwaniem. Świadczyć o tym mogą plany niemieckiego rządu, który planuje wydać 200 mld EUR na wsparcie gospodarki. To oznaczałoby, że niemieckie działania ostonowe stałyby się największe w UE (spośród ogłoszonych do tej pory pakietów wsparcia).
- GER: Sprzedaż detaliczna** w sierpniu obniżyła się o 1,3% m/m w ujęciu realnym. Ze względu na wysoką dynamikę cen, nominalnie sprzedaż detaliczna odnotowała nieznaczny wzrost (0,1%) względem lipca. W ujęciu rocznym sprzedaż realna w sierpniu spadła o 4,3%. Dane potwierdzają, że szok energetyczny ma negatywny wpływ na realną siłę nabywczą konsumentów. Bez fiskalnego pakietu wsparcia konsumpcja w Niemczech tej zimy pogrążyłaby się w głębokiej recesji.

Zamówienia przemysłowe w Niemczech



Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 30 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (wrz)	3:45	pkt.	49,5	50,2	--	48,1
POL: Inflacja CPI (wrz, wst.)	10:00	% r/r	16,1	16,5	--	17,2
EUR: Inflacja HICP (wrz)	11:00	% r/r	9,1	9,7	--	10,0
EUR: Inflacja bazowa (wrz, wst.)	11:00	% r/r	4,3	4,9	--	4,8
USA: Dochody Amerykanów (sie)	14:30	% m/m	0,3	0,3	--	0,3
USA: Wydatki Amerykanów (sie)	14:30	% m/m	-0,2	0,2	--	0,4
USA: Deflator PCE (sie)	14:30	% r/r	6,4	6,0	--	6,2
USA: Inflacja bazowa PCE (sie)	14:30	% r/r	4,7	4,8	--	4,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, rew.)	16:00	pkt.	58,2	59,5	--	58,6
Poniedziałek, 3 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz)	9:00	pkt.	40,9	40,0	39,3	43
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	9:55	pkt.	49,1	48,3	--	47,8
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	10:00	pkt.	49,6	48,5	--	48,4
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	15:45	pkt.	51,5	51,8	--	52
USA: ISM w przetwórstwie (wrz)	16:00	pkt.	52,8	52,2	--	50,9
Wtorek, 4 października						
EUR: Inflacja PPI (sie)	11:00	% r/r	37,9	43,2	--	43,3
USA: Zamówienia fabryczne (sie)	16:00	% m/m	-1,0	0,4	--	0,0
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie, rew.)	16:00	% m/m	-0,1	-0,2	--	-0,2
USA: Raport JOLTS (sie)	16:00	mln	11,239	10,45	--	10,053
Środa, 5 października						
GER: Eksport (sie)	8:00	% m/m	-1,6	-2,3	--	1,6
GER: Import (sie)	8:00	% m/m	0,1	0,8	--	3,4
GER: PMI w usługach (wrz, rew.)	9:55	pkt.	47,7	45,4	--	45
EUR: PMI w usługach (wrz, rew.)	10:00	pkt.	49,8	48,9	--	48,8
ROM: Stopa procentowa NBR	14:00	%	5,5	6	--	6,25
USA: Raport ADP (wrz)	14:15	tys.	185	205	--	208
USA: Bilans handlowy (sie)	14:30	mld USD	-70,5	-70,3	--	-67,4
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	6,75	7,00	7,00	6,75
Czwartek, 6 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie)	8:00	% m/m	+1,9	-0,5	--	-2,4
GER: Zamówienia w przemyśle (sie)	8:00	% r/r	-13,6	-5,7	--	-1,8
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie)	11:00	% r/r	-0,9	-0,7	--	-0,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	190	203	--	219
POL: Konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego	15:00	--	--	--	--	--
Piątek, 7 października						
GER: Sprzedaż detaliczna (sie)	8:00	% r/r	-5,5	-5,0	--	-4,3
GER: Produkcja przemysłowa (sie)	8:00	% m/m	0,0	-0,5	--	-0,8
GER: Produkcja przemysłowa (sie)	8:00	% r/r	-0,8	2,2	--	2,1
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz)	14:30	tys.	315	250	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	%	3,7	3,7	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz)	14:30	% r/r	5,2	5,2	--	--

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

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

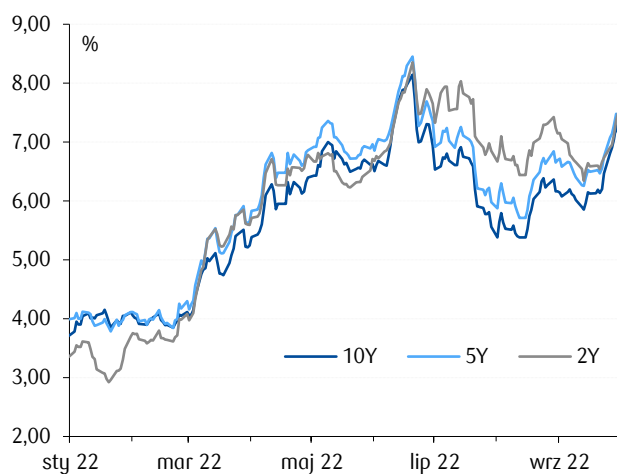
		Wartość 2022-10-06	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,8813	1,0	0,5	3,8	7,1	12,7
	USDPLN	4,9599	1,2	-0,3	5,0	25,6	25,9
	CHFPLN	5,0138	0,8	-1,1	3,3	17,8	26,5
	GBPPLN	5,5730	0,9	1,4	2,9	4,3	14,9
	EURUSD	0,9842	-0,1	0,8	-1,2	-14,7	-10,5
	EURCHF	0,9736	0,2	1,6	0,5	-9,1	-10,9
	GBPUSD	1,1195	-0,4	1,5	-2,6	-17,5	-9,1
	USDJPY	144,89	0,1	0,2	0,6	30,2	35,5
	EURCZK	24,52	0,1	-0,3	0,0	-3,5	-4,9
	EURHUF	422,60	0,2	0,4	6,6	17,7	26,7
Obligacje	PL2Y	7,37	2	0	68	607	587
	PL5Y	7,42	9	-5	95	554	578
	PL10Y	7,20	7	-8	111	478	531
	DE2Y	1,78	12	-5	46	248	254
	DE5Y	1,95	10	-11	39	250	275
	DE10Y	2,08	6	-13	37	226	266
	US2Y	4,25	10	8	76	395	279
	US5Y	4,06	10	8	66	308	268
	US10Y	3,82	6	8	53	230	227
Akcje	WIG	47 299,6	0,3	3,1	-3,7	-34,1	-15,5
	WIG20	1 417,8	-0,1	2,7	-3,8	-39,7	-33,2
	S&P500	3 744,5	-1,0	2,9	-6,5	-14,2	27,4
	NASDAQ100	11 485,5	-0,8	2,9	-6,8	-22,2	48,7
	Shanghai Composite**	3 024,4	0,0	-0,6	-6,5	-15,2	4,1
	Nikkei**	27 114,5	-0,7	2,6	-3,4	-1,5	26,9
	DAX	12 470,8	-0,4	4,1	-3,4	-16,7	3,1
	VIX	30,52	6,9	-4,1	29,3	45,3	70,9
Surowce	Ropa Brent	94,6	1,2	6,7	6,0	16,4	59,4
	Ropa WTI	88,9	0,8	8,8	5,8	14,6	68,5
	Złoto	1712,2	0,2	3,3	0,3	-2,5	14,0

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

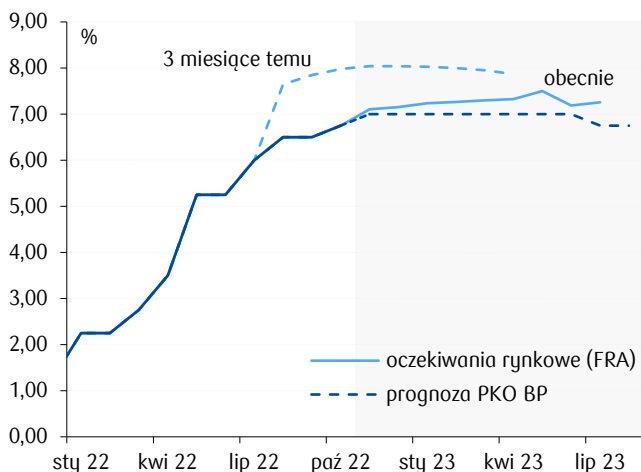
Notowania złotego wobec głównych walut



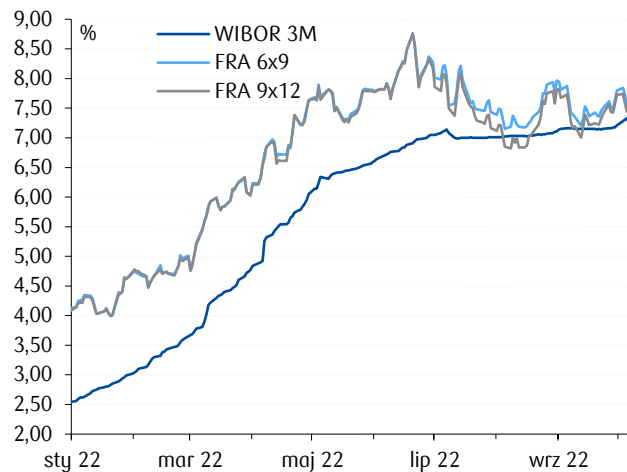
Rentowności polskich obligacji skarbowych



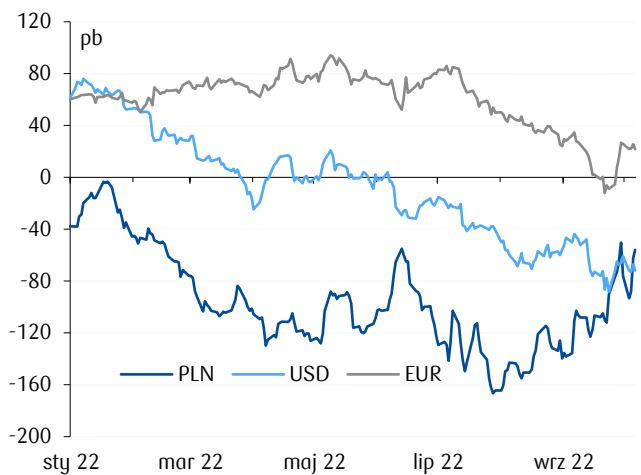
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



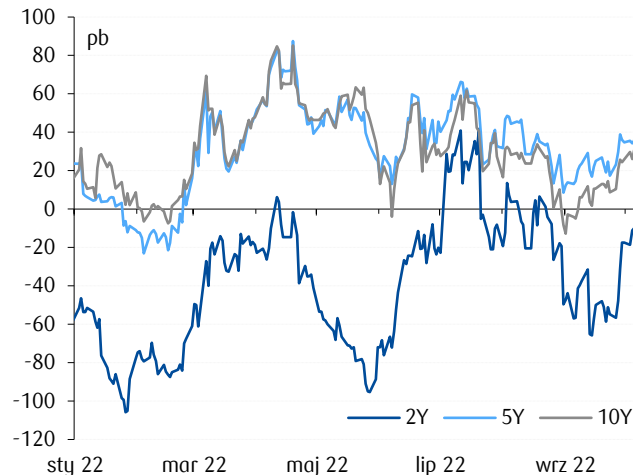
Krótkoterminowe stopy procentowe



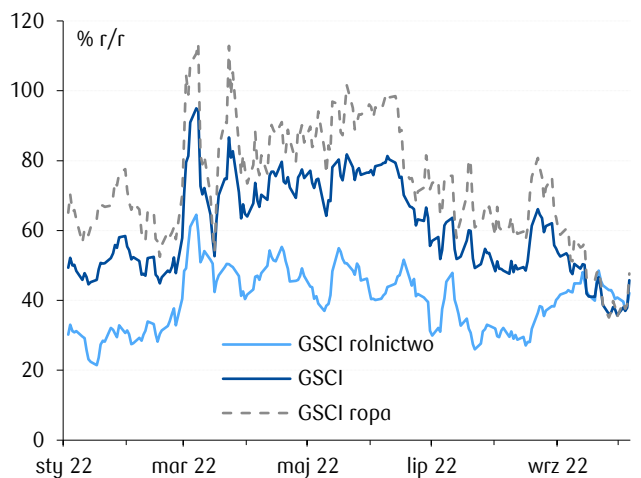
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



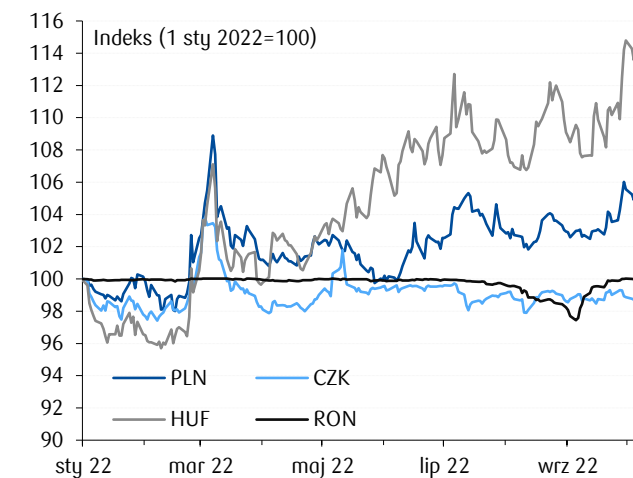
Spread asset swap dla PLN



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.

