

RPP preferuje stopniowe działania

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **W oczekiwaniu na dane z amerykańskiego rynku pracy nastroje inwestycyjne nie ulegały wczoraj istotnym zmianom.** Tygodniowe statystyki na temat liczby nowych bezrobotnych wypadły solidnie, sprzyjając oczekiwaniom, że Fed jeszcze nie zakończył podwyżek stóp. Nie wywołały jednak dużej zmienności na rynku, bo wszyscy czekają na dzisiejszy raport NFP. Rentowności amerykańskich obligacji ponownie minimalnie wzrosły, a dolar oddawał jeszcze część wcześniejszych zysków. Zmiana indeksów giełdowych oscylowała wokół zera. W Polsce dzień upłynął pod znakiem oczekiwania na konferencję prasową Prezesa NBP. Złoty w skali całego dnia lekko się umocnił, ale po wypowiedziach szefa banku centralnego nie udało się utrzymać całości aprecjacji z początku dnia. Rentowności obligacji delikatnie się obniżyły.
- **Dzisiejszy raport z amerykańskiego rynku pracy prawdopodobnie wskaże na obniżanie się jego temperatury.** Skala schłodzenia może być jednak mniejsza niż sugerowałyby opublikowane w tym tygodniu dane ADP. Wzrost zatrudnienia poza rolnictwem wg konsensusu ma spowolnić do 160 tys. z 187 tys. w sierpniu, a stopa bezrobocia ma się nieznacznie obniżyć do 3,7% z 3,8%. Istotna z perspektywy przyszłej inflacji dynamika płac godzinowych w sektorze prywatnym może trochę wyhamować wobec 4,3% r/r w sierpniu.
- **Dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle za sierpień** powinny odbić po dużym spadku w lipcu i znacznej zmienności w kilku ostatnich miesiącach. Konsensus wskazuje na wzrost o 2,5% m/m.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** W czasie konferencji prasowej Prezes NBP podkreślał, że zakładany przez RPP scenariusz dezinflacyjny realizuje się. Od lutego inflacja obniżyła się o ponad 10pp, co oznacza, że w 7 miesięcy spadła o ponad połowę. Prezes NBP zwracał uwagę, że kwiecień był ostatnim miesiącem ze wzrostem cen. Inflacja przeszła z poziomów wysokich do umiarkowanych i jest nawet nieco niższa niż NBP przewidywał w lipcowej projekcji. Słabsza niż zakładano jest również aktywność gospodarcza. Wśród uwarunkowań decyzji o obniżce stóp o 25pb w październiku A.Głapiński wymieniał dane, które potwierdzają, że efekty globalnych szoków dalej wygasają. Podkreślał, że radykalnie obniżyły

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

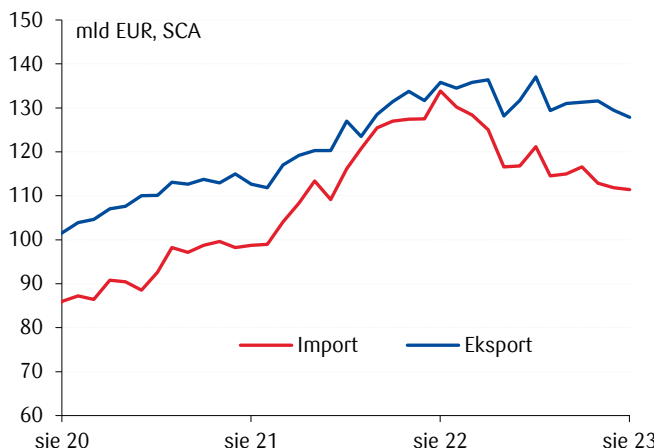
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

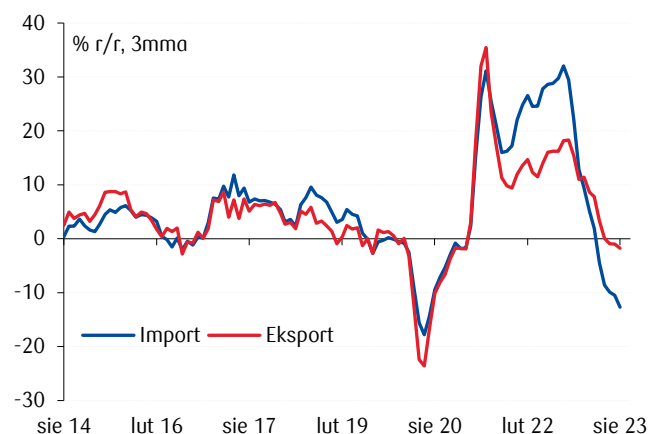
	Wartość 2023-10-05	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6075	-0,1
USDPLN	4,3754	-0,5
CHFPLN	4,7868	0,1
GBPPLN	5,3184	0,0
EURUSD	1,0531	0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,20	2
PL5Y	5,41	5
PL10Y	5,97	-2
DE10Y	2,89	-6
US10Y	4,71	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	63 799,8	-0,8
DAX	15 070,2	-0,2
S&P500	4 258,2	-0,1
Nikkei**	31 067,0	0,0
Shanghai Comp.**	3 110,5	0,0
Surowce:		
Złoto	1818,40	-0,3
Ropa Brent	84,07	-2,0

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.

Handel zagraniczny Niemiec



Zmiany eksportu i importu Niemiec

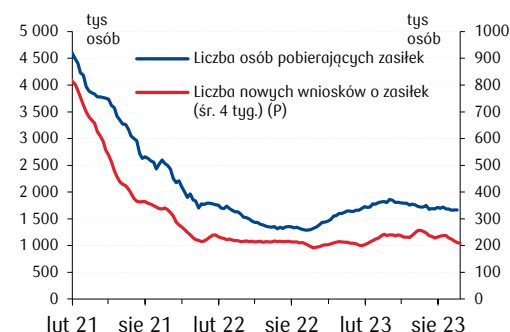


Źródło: Macrobond, Datastream, PKO Bank Polski.

się oczekiwania inflacyjne, a słaby popyt zagraniczny ogranicza przestrzeń do podnoszenia cen wśród eksporterów, podczas gdy ceny producenta już się obniżają. Widoczne są efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Prognozy NBP wskazują na spadek inflacji do 6-7% na koniec roku i ok. 5% w połowie 2024. Jednocześnie szef banku centralnego zwrócił uwagę na wysoką niepewność związaną z czynnikami regulacyjnymi, m.in. z kwestią przedłużenia Tarczy Antyinflacyjnej. A.Głapiński wielokrotnie podkreślał, że cel inflacyjny wynosi 2,5% +/-1pp i nie ma mowy o jego zmianie w najbliższym czasie. Zasugerował, że NBP nie dokonywał w ostatnim czasie interwencji walutowych. Bank nie przewiduje reinwestycji zapadających papierów skupionych w okresie pandemii. Prezes NBP powtórzył, że kolejne decyzje będą podejmowane stosownie do napływających danych, a RPP preferuje stopniowe działania. Ostatnie decyzje o obniżkach stóp procentowych nie zmieniają zasadniczo momentu dojścia inflacji do celu względem projekcji lipcowej, która pokazała powrót inflacji do górnego przedziału odchylen od celu w 3q25.

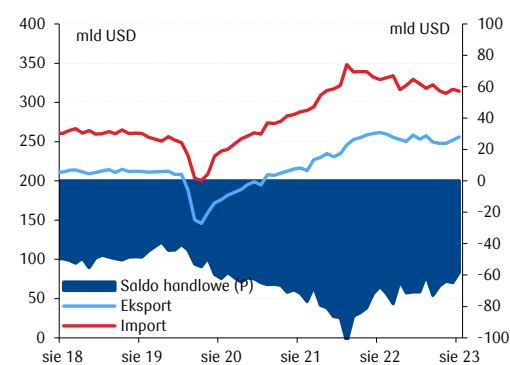
- **POL:** GUS skorygował szacunek PKB za 2022. Według zrewidowanych danych realny wzrost PKB w 2022 wyniósł 5,3%, o 0,2pp więcej niż wskazywały wcześniejsze dane. Źródłem zmiany były przede wszystkim lepsze od wcześniej publikowanych wyniki konsumpcji. Spożycie indywidualne wzrosło o 5,2% vs 3,3% przed rewizją, a spożycie publiczne zwiększyło się o 0,3% wobec wcześniejszego szacowanego spadku o 2%. Zmiana danych historycznych może się wiązać z koniecznością niewielkiej rewizji naszej prognozy PKB, a przynajmniej jego struktury. Wstrzymujemy się z nią jednak do publikacji szczegółowych zrewidowanych danych o częstotliwości kwartalnej, które poznamy 23 października.
- **GER:** Eksport Niemiec w sierpniu ponownie się obniżył. Jego spadek wyniósł 1,2% m/m i był nieco mniejszy niż miesiąc wcześniej (-1,9% m/m), jednak głębszy niż oczekiwano (kons.: -0,8% m/m). W skali miesiąca zmniejszył się eksport do strefy euro i USA, zwiększył natomiast do państw UE spoza strefy euro oraz Chin. Słabsze od oczekiwań były też wyniki importu, który w sierpniu spadł o 0,4% m/m, po tym jak skurczył się o 1,3% m/m w lipcu. Tu oczekiwano wzrostu o 0,5% m/m. W skali miesiąca obniżył się import z Chin, USA i państw UE spoza strefy euro. Wzrósł natomiast import ze strefy euro. Nadwyżka w handlu wyniosła 16,6 mld EUR i była mniejsza niż przed miesiącem, choć nieco wyższa od prognoz.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA wyniosła 207 tys. Wynik był bardzo zbliżony do oczekiwań (210 tys.) i informacji z poprzednich tygodni. O stabilnej sytuacji na rynku pracy świadczy również minimalnie obniżająca się od liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku. Obie miary są bliskie historycznym minimom. Dane sygnalizują, że schłodzenie popytu na rynku pracy nie przekłada się na zwiększenie zwolnień i stopy bezrobocia.
- **USA:** Deficyt handlowy w sierpniu zmniejszył się do 58,3 mld USD wobec 64,7 mld USD miesiąc wcześniej (po korekcie z 65 mld USD).
- **ROM:** Zarząd NBR, zgodnie z oczekiwaniami, postanowił utrzymać stopy procentowe bez zmian, w tym główną stopę procentową na poziomie 7%, stopę kredytową (lombaradową) na poziomie 8%, stopę depozytową na poziomie 6% oraz utrzymać dotychczasowe stopy rezerwy obowiązkowej.
- **EUR:** Przedstawiciele EBC wyrazili nadzieję, że kolejne podwyżki stóp nie będą konieczne. F.deGalhau powiedział, że liczy, iż trwające ponad rok zacieśnianie monetarne dobiegło końca. W podobnym tonie wypowiadali się P.Kazimir, M.Centeno i L.deGuindos, którzy dostrzegają efekty transmisji polityki monetarnej EBC. Jednocześnie L.deGuindos i J.Nagel podkreślili, że

Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Handel zagraniczny USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

jest zbyt wcześnie by mówić o obniżkach stóp, bo walka z inflacją nie została jeszcze wygrana.

- **ŚWIAT:** Bank Światowy podtrzymał prognozę wzrostu gospodarczego Polski w 2023 na poziomie 0,7%, podnosząc ją minimalnie na kolejne lata, w tym do 2,6% na 2024.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 29 września						
GER: Stopa bezrobocia (wrz)	9:55	%	5,7	5,7	--	5,7
POL: Inflacja CPI (wrz, wst.)	10:00	% r/r	10,1	8,5	8,5	8,2
EUR: Inflacja HICP (wrz)	11:00	% r/r	5,2	4,5	--	4,3
EUR: Inflacja bazowa (wrz, wst.)	11:00	% r/r	5,3	4,8	--	4,5
USA: Dochody Amerykanów (sie)	14:30	% m/m	0,2	0,5	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (sie)	14:30	% m/m	0,8	0,4	--	0,4
USA: Deflator PCE (sie)	14:30	% r/r	3,4	3,5	--	3,5
USA: Inflacja bazowa PCE (sie)	14:30	% r/r	4,3	3,9	--	3,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, rew.)	16:00	pkt.	69,5	67,7	--	68,1
Poniedziałek, 2 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz)	9:00	pkt.	43,1	43,3	43,1	43,9
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	9:55	pkt.	39,1	39,8	--	39,6
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	10:00	pkt.	43,5	43,4	--	43,4
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, rew.)	15:45	pkt.	47,9	48,9	--	49,8
USA: ISM w przetwórstwie (wrz)	16:00	pkt.	47,6	47,7	--	49,0
Wtorek, 3 października						
USA: Raport JOLTS (sie)	16:00	mln	8,92	8,830	--	9,61
Środa, 4 października						
GER: PMI w usługach (wrz, rew.)	9:55	pkt.	47,3	49,8	--	50,3
EUR: PMI w usługach (wrz, rew.)	10:00	pkt.	47,9	48,4	--	48,7
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie)	11:00	% r/r	-1,0	-1,0	--	-2,1
EUR: Inflacja PPI (sie)	11:00	% r/r	-7,6	-11,6	--	-11,5
USA: Raport ADP (wrz)	14:15	tys.	180	150	--	89
USA: Zamówienia fabryczne (sie)	16:00	% m/m	-2,1	0,4	--	1,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie, rew.)	16:00	% m/m	-5,6	0,2	--	0,1
POL: Stopa referencyjna NBP (paź)	--	%	6,00	5,75	5,75	5,75
Czwartek, 5 października						
GER: Eksport (sie)	8:00	% m/m	-0,9	-0,8	--	-1,2
GER: Import (sie)	8:00	% m/m	1,4	0,5	--	-0,4
ROM: Stopa procentowa (paź)	14:00	%	7,0	7,0	--	7,0
USA: Bilans handlowy (sie)	14:30	mld USD	-64,7	-65,3	--	-58,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz)	14:30	tys.	204	210	--	207
Piątek, 6 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie)	8:00	% m/m	-11,7	2,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sie)	8:00	% r/r	-10,5	-6,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz)	14:30	tys.	187	165	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	%	3,8	3,7	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz)	14:30	% r/r	4,3	4,3	--	--

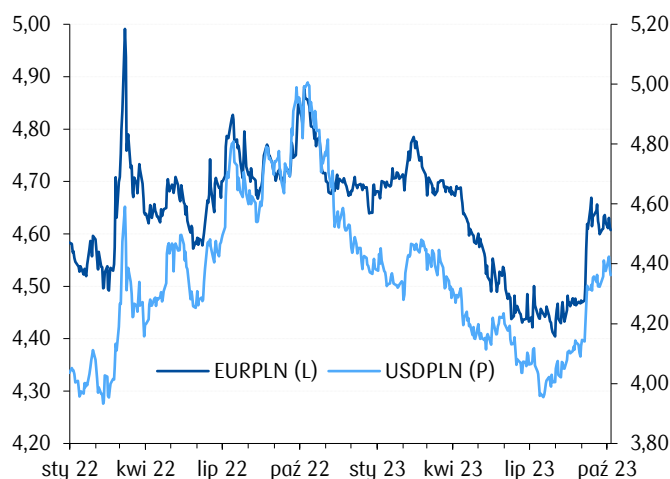
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-10-05	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6075	-0,1	-0,6	-0,2	-5,6	2,9
	USDPLN	4,3754	-0,5	-0,3	1,4	-11,8	14,7
	CHFPLN	4,7868	0,1	0,0	-0,9	-4,5	15,4
	GBPPLN	5,3184	0,0	-0,7	-1,5	-4,6	8,1
	EURUSD	1,0531	0,4	-0,3	-1,6	7,0	-10,3
	EURCHF	0,9625	-0,2	-0,6	0,7	-1,1	-10,8
	GBPUSD	1,2160	0,4	-0,3	-2,5	8,6	-5,5
	USDJPY	148,61	-0,2	-0,5	1,0	2,6	40,7
	EURCZK	24,41	0,0	0,3	0,1	-0,4	-9,2
	EURHUF	387,50	-0,1	-1,4	0,0	-8,3	7,9
Obligacje	PL2Y	5,20	2	6	17	-217	514
	PL5Y	5,41	5	10	10	-201	482
	PL10Y	5,97	-2	0	25	-123	465
	DE2Y	3,14	-5	-16	5	136	384
	DE5Y	2,77	-6	-15	15	82	349
	DE10Y	2,89	-6	-8	27	81	341
	US2Y	5,02	-3	-4	7	77	489
	US5Y	4,68	-3	6	30	62	441
	US10Y	4,71	-1	14	45	89	404
Akcje	WIG	63 799,8	-0,8	-1,0	-3,2	34,9	30,1
	WIG20	1 864,7	-0,8	-1,1	-3,3	31,5	10,1
	S&P500	4 258,2	-0,1	-1,0	-4,3	13,7	26,0
	NASDAQ100	14 723,2	-0,4	0,1	-3,5	28,2	27,1
	Shanghai Composite**	3 110,5	0,0	0,0	-0,4	2,8	-3,3
	Nikkei**	31 053,8	-0,1	-2,6	-5,9	13,7	33,9
	DAX	15 070,2	-0,2	-1,7	-4,1	20,8	18,4
	VIX	18,75	-0,9	8,0	14,0	-37,2	-42,3
Surowce	Ropa Brent	84,1	-2,0	-11,9	-6,5	-11,0	105,4
	Ropa WTI	82,3	-2,3	-10,2	-5,2	-7,4	113,4
	Złoto	1818,4	-0,3	-2,2	-5,2	6,2	-4,7

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

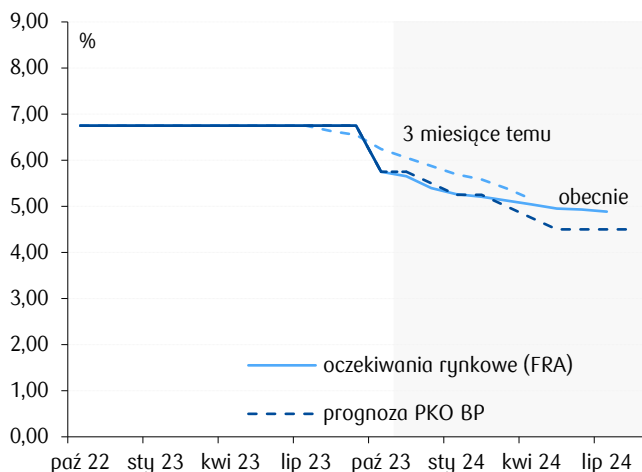
Notowania złotego wobec głównych walut



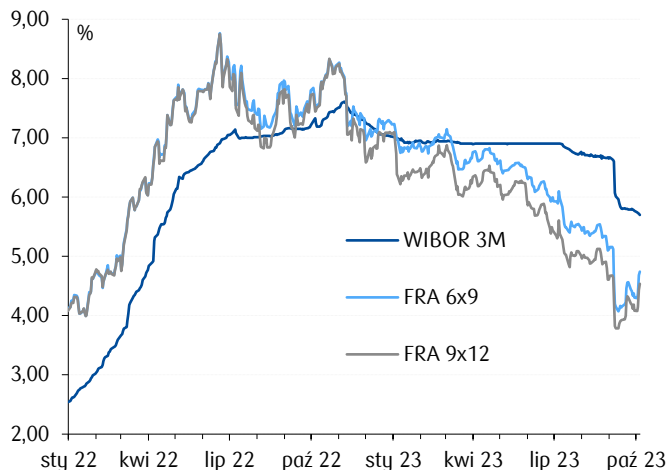
Rentowności polskich obligacji skarbowych



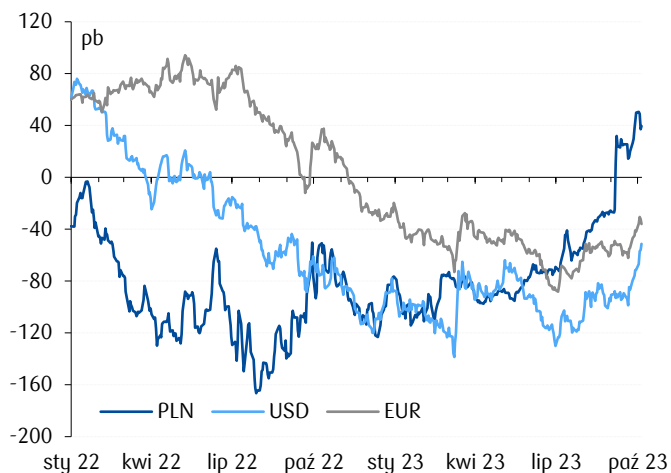
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



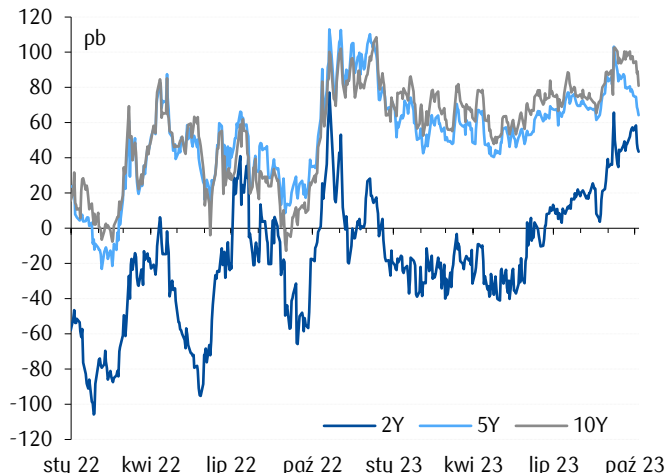
Krótkoterminowe stopy procentowe



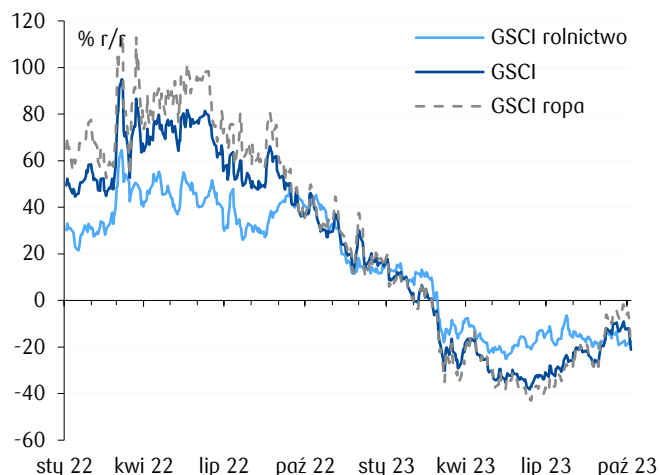
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



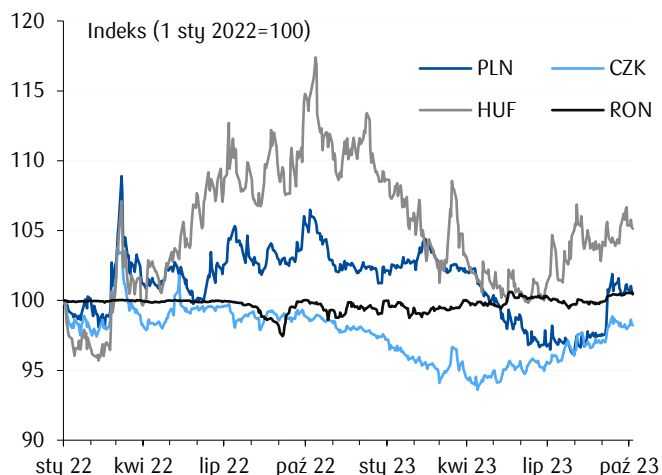
Spread asset swap dla PLN



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.

