

28 listopada 2019

## Bezrobocie nie przestaje spadać

### Dziś w centrum uwagi:

- Amerykański rynek będzie dziś zamknięty z powodu święta. Nie wyklucza to jednak, że pojawią się **kolejne informacje dotyczące umowy handlowej USA – Chiny**, która pozostaje kluczowym czynnikiem dla nastrojów rynkowych. W coraz większym stopniu istotne mogą się również stawać **wiadomości dotyczące procedury impeachmentu D.Trumpa** po wezwaniu go na przesłuchanie przed komisją ds. impeachmentu w amerykańskim Kongresie (tradycyjne ułaskawienie dwóch indyków przed Dniem Dziękczynienia nie zapewniło Trumpowi wyrozumiałości kongresmenów).
- Dane ze strefy euro** (podaż pieniądza w październiku, nastroje firm w listopadzie) będą następną wskazówką, czy w europejskiej gospodarce następuje długo wyczekiwane przełamanie negatywnych tendencji.
- Inflacja CPI w Niemczech w listopadzie** prawdopodobnie wzrosła do 1,3% r/r, ale nie zmieniłoby to oceny, że presja inflacyjna między Renem a Łabą pozostaje słaba.

### Przegląd wydarzeń:

- POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego w październiku nieoczekiwanie spadła do 5,0%** z 5,1% we wrześniu, a wstępny szacunek MRPiPS oraz konsensus i nasza prognoza wskazywały na stabilizację. W efekcie, po dwóch miesiącach stabilizacji, tempo spadku stopy bezrobocia lekko przyspieszyło (do -0,7pp r/r z -0,6pp r/r). **Stopa bezrobocia BAEL w 3q19 obniżyła się do 3,1%** z 3,2% w 2q19, przy zaskakującym wzmocnieniu trendu spadkowego (do -0,7pp r/r z -0,4pp r/r w 2q19). Po dwóch kwartałach spadków liczba pracujących wg BAEL była w 3q19 na takim samym poziomie jak rok wcześniej. Sugeruje to, że wzrost wskaźnika aktywności zawodowej niwelował skutki spadku liczby osób w wieku produkcyjnym.
- POL: Ł.Hardt z RPP uważa, że przestrzeń do poluzowania polityki pieniężnej w Polsce jest ograniczona** ze względu na to, że: (1) obniżki stóp nie wykreują inwestycji, (2) inflacja CPI wzrośnie powyżej celu, (3) ujemna realna stopa procentowa powoduje silny wzrost cen nieruchomości powyżej dynamiki plac, (4) obniżka stopy pogorszyłaby efektywność alokacji kapitału w gospodarce i w ten sposób negatywnie oddziaływała na fundamenty wzrostu gospodarczego. Zdaniem Ł.Hardta warto rozważyć zmianę reguły fiskalnej, aby uwzględnić nie tylko wielkość długu publicznego, ale również jego koszt.
- USA: Wzrost PKB w 3q19 został zrewidowany w górę do 2,1% k/k saar** z 1,9% saar (powyżej oczekiwań). Rewizja dotyczyła w głównej mierze zapasów i inwestycji firm.

### Główny Ekonomista

**Piotr Bujak**  
piotr.bujak@pkobp.pl  
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

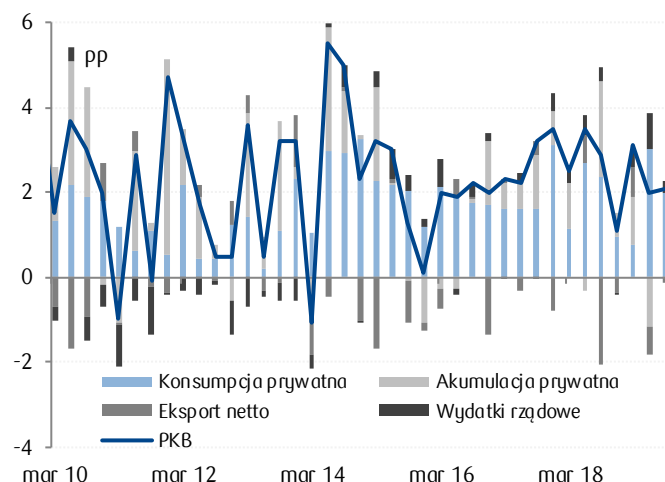
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

**Marcin Czaplicki**  
Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

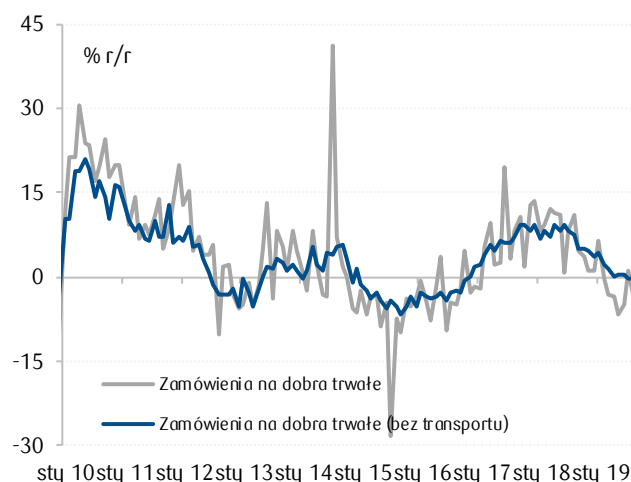
**Urszula Kryńska**  
Ekonomista  
tel. 22 521 51 32

**Michał Rot**  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

### Wzrost PKB w USA



### Zamówienia na dobra trwałe



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Dynamika konsumpcji, głównego czynnika wzrostu PKB w USA (por. wykres), pozostała bez zmian (2,9% k/k saar). W strukturze wzrostu warto także odnotować pierwszy od 4q17 dodatni wkład inwestycji mieszkaniowych do dynamiki PKB.

- **USA: Zamówienia na dobra trwałe w październiku wzrosły o 0,6% m/m, wyraźnie powyżej oczekiwań** (vs -1,4% m/m we wrześniu). W ujęciu rocznym spadek zamówień wyhamował zarówno ogółem, jak i z wyłączeniem środków transportu. Sugeruje to, że trend spadkowy zamówień przestał się pogłębiać, a popyt inwestycyjny w USA może być w punkcie zwrotnym (por. wykres).
- **USA: Inflacja bazowa PCE w październiku spadła do 1,6% r/r z 1,7% r/r we wrześniu** (konsensus: 1,7%). Spadek ulubionej miary inflacji Fed lekko wspiera gołębie skrzydło FOMC. Podobną wymowę mają **dane o dochodach i wydatkach Amerykanów za październik**. Słabszy wzrost dochodów (0,0% m/m) niż wydatków (0,3% m/m) zwiększa niepewność co do trwałości ożywienia konsumpcji.

#### Znalezione w sieci:

- Wywiad z prof. M.Fratzscherem (dyrektor departamentu analiz międzynarodowych EBC w latach 2001-2012) na temat roli euro w globalnym porządku walutowym (obserwatorfinansowy.pl): [Euro może zagrozić dolarowi](#).
- Analiza danych może poprawić jakość usług medycznych (Global Innovation Index): [Four ways data is improving healthcare](#).
- O skutkach reformy CIT w Estonii (Eesti Pank): [Gross profit taxation versus distributed profit taxation and firm performance: Effects of Estonia's corporate income tax reform](#).
- Struktura demograficzna a międzynarodowa pozycja inwestycyjna kraju (Bankunderground): [What does population ageing mean for net foreign asset positions?](#)
- Ekstremalne temperatury, powodujące fluktuacje zapotrzebowania na energię i cen hurtowych, wpływają na decyzje inwestycyjne firm energetycznych, (NBER) [Climate Change, Operating Flexibility and Corporate Investment Decisions](#).

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 22 listopada</b>						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	-0,1% r/r	1,0% r/r	--	1,0% r/r	Szczegóły wzrostu PKB potwierdziły, że konsumpcja stabilizuje koniunkturę.
GER: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	9:30	42,1 pkt.	42,9 pkt.	--	43,8 pkt.	Poprawa nastrojów po odsunięciu groźby bezumownego brexitu.
EUR: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	10:00	45,9 pkt.	46,4 pkt.	--	46,6 pkt.	
POL: Produkcja przemysłowa (paź)	10:00	5,6% r/r	2,5% r/r	2,8% r/r	3,5% r/r	Wyhamowanie trendów wzrostowych w przemyśle i budownictwie.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paź)	10:00	7,6% r/r	6,2% r/r	7,9% r/r	-4,0% r/r	
POL: Inflacja PPI (paź)	10:00	0,9% r/r	0,3% r/r	0,1% r/r	-0,1% r/r	Presja inflacyjna po stronie producenta ponownie zanikła.
USA: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	15:45	51,3 pkt.	51,5 pkt.	--	52,2 pkt.	Skokowy wzrost komponentu nowych zamówień eksportowych sugeruje duży wpływ globalnego handlu (i stanu negocjacji USA - Chiny) na nastroje firm.
<b>Poniedziałek, 25 listopada</b>						
GER: Indeks Ifo (lis)	10:00	94,6 pkt.	95,0 pkt.	--	95,0 pkt.	Kolejna sugestia, że niemiecka gospodarka „ubija dno”.
POL: Sprzedaż detaliczna (paź)	10:00	4,3% r/r	4,1% r/r	4,1% r/r	4,6% r/r	Tren wzrostowy sprzedaży słabnie, a w danych nie widać skutków pakietu fiskalnego.
<b>Wtorek, 26 listopada</b>						
POL: Podaż pieniądza M3 (paź)	14:00	9,4% r/r	9,0% r/r	9,1% r/r	9,3% r/r	Mocne wzrosty depozytów i kredytów utrzymały się.
USA: Ceny nieruchomości (wrz)	15:00	2,0% r/r	2,1% r/r	--	2,1% r/r	Obniżki stóp stymulują popyt na nieruchomości.
USA: Sprzedaż nowych domów (paź)	16:00	738 tys.	708 tys.	--	733 tys.	
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lis)	16:00	126,1 pkt.	126,8 pkt.	--	125,5 pkt.	Konsumenci pozostają stabilizatorem koniunktury w USA.
<b>Środa, 27 listopada</b>						
POL: Stopa bezrobocia (paź)	10:00	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	Stopa bezrobocia w październiku nadal spadała.
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	2,0%k/k saar	1,9%k/k saar	--	2,1%k/k saar	Dane potwierdziły słabszy wzrost konsumpcji oraz spadek inwestycji prywatnych.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paź, wst.)	14:30	-1,4% m/m	-0,5% m/m	--	0,6% m/m	Wzrost zamówień z wył. środków transportu sygnałem odwrócenia trendu spadkowego popytu inwestycyjnego.
USA: Dochody Amerykanów (paź)	16:00	0,3% m/m	0,3% m/m	--	0,0% m/m	Słabszy wzrost dochodów niż wydatków zwiększa lekko niepewność co do trwałości ożywienia konsumpcji.
USA: Wydatki Amerykanów (paź)	16:00	0,2% m/m	0,3% m/m	--	0,3% m/m	
USA: Inflacja bazowa PCE (paź)	16:00	1,7% r/r	1,7% r/r	--	1,6% r/r	Ulubiona miara inflacji Fed jest poniżej celu, a uwaga FOMC w głównej mierze skupia się na kwestiach wzrostu gospodarczego.
<b>Czwartek, 28 listopada</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (paź)	10:00	5,5% r/r	5,5% r/r	--	--	Impuls kredytowy jest wsparciem dla wzrostu gospodarczego strefy euro.
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis)	11:00	100,8 pkt.	101 pkt.	--	--	Usługi i konsumpcja są stabilizatorem koniunktury.
GER: Inflacja CPI (lis, wst.)	14:00	1,1% r/r	1,3% r/r	--	--	Nieznaczny wzrost inflacji nie zmienia faktu, że presja inflacyjna co najwyżej umiarkowana. Ceny rosną na innych rynkach (np. nieruchomości)
<b>Piątek, 29 listopada</b>						
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	4,6% r/r	4,1% r/r*	4,2% r/r*	--	Wstępne deklaracje GUS sugerują osłabienie konsumpcji prywatnej.
POL: Inflacja CPI (lis, wst.)	10:00	2,5% r/r	2,4% r/r	~2,5% r/r	--	Inflacja bazowa powinna powrócić na ścieżkę wzrostową.
EUR: Inflacja CPI (lis)	11:00	0,7% r/r	0,8% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (lis, wst.)	11:00	1,1% r/r	1,3% r/r	--	--	Presja inflacyjna jest co najwyżej umiarkowana.

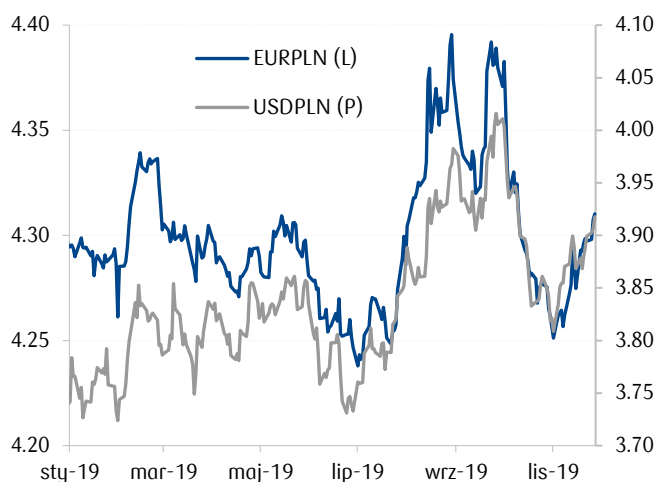
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

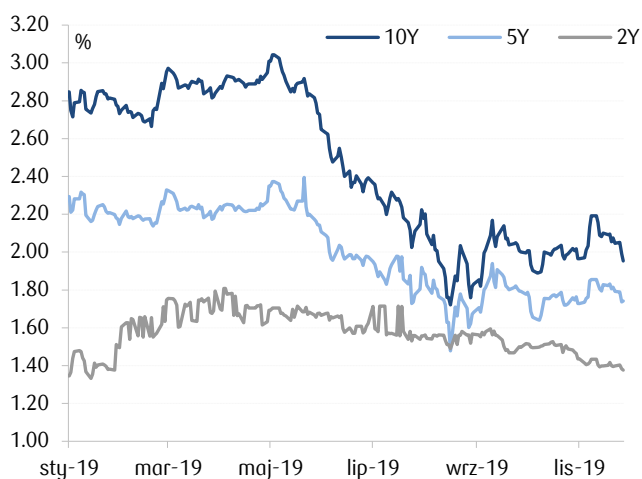
		Wartość 2019-11-27	$\Delta$ 1D	$\Delta$ (% , pb)* $\Delta$ 1W	$\Delta$ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4.3102	0.06%	0.33%	1.14%
	USDPLN	3.9185	0.20%	0.94%	2.27%
	CHFPLN	3.9226	0.13%	0.28%	1.45%
	GBPPLN	5.0624	0.74%	0.98%	2.74%
	EURUSD	1.1000	-0.14%	-0.60%	-1.11%
	EURCHF	1.0988	-0.07%	0.05%	-0.31%
	GBPUSD	1.2877	0.29%	-0.27%	0.05%
	USDJPY	109.38	0.27%	0.68%	0.46%
	EURCZK	25.54	0.06%	0.01%	0.05%
	EURHUF	336.35	-0.01%	0.97%	2.06%
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1.38	-1	-2	-9
	PL5Y	1.74	0	-6	-2
	PL10Y	1.95	-4	-10	-6
	DE2Y	-0.63	0	0	0
	DE5Y	-0.60	1	0	0
	DE10Y	-0.37	1	-2	-1
	US2Y	1.63	4	5	0
	US5Y	1.62	3	4	-1
	US10Y	1.77	3	3	-3
<b>Akcje</b>	WIG20	2181.3	-0.4%	-0.6%	-2.1%
	S&P500	3153.6	0.4%	1.5%	3.5%
	Nikkei**	23409.1	0.2%	1.1%	2.5%
	DAX	13287.1	0.4%	1.0%	2.9%
	VIX	11.75	1.8%	-8.1%	-4.7%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	63.7	-0.3%	1.7%	4.6%
	Złoto	1454.3	-0.4%	-1.0%	-2.7%

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

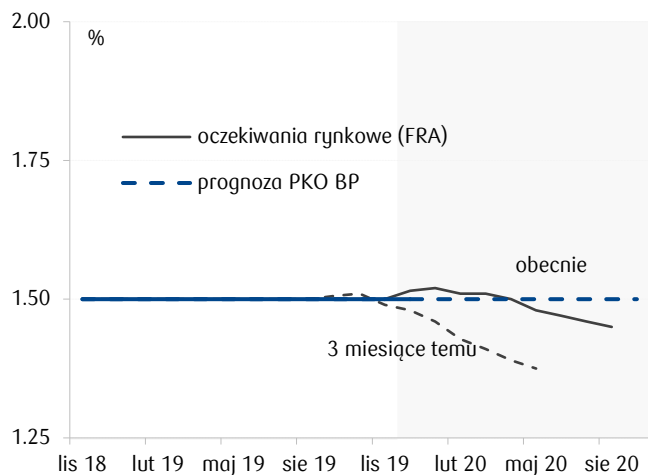
## Notowania złotego wobec głównych walut



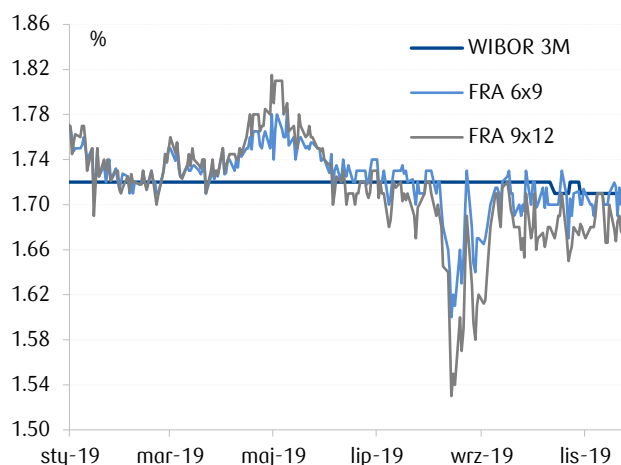
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



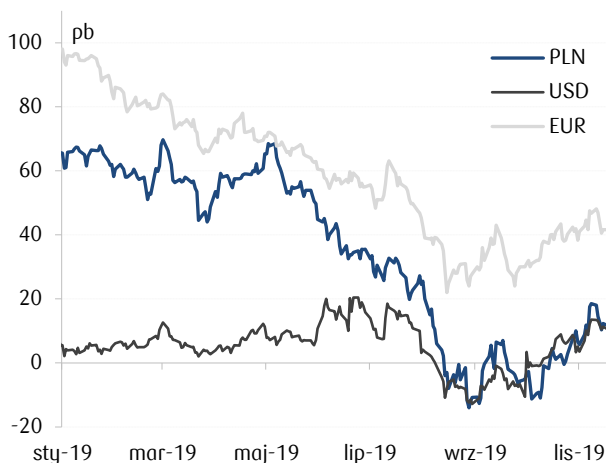
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



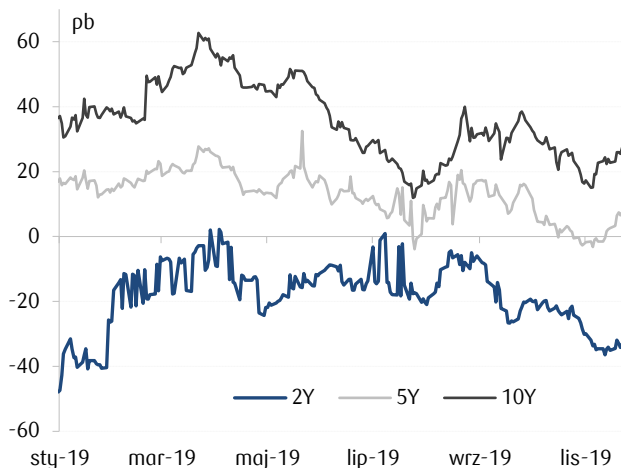
Krótkoterminowe stopy procentowe



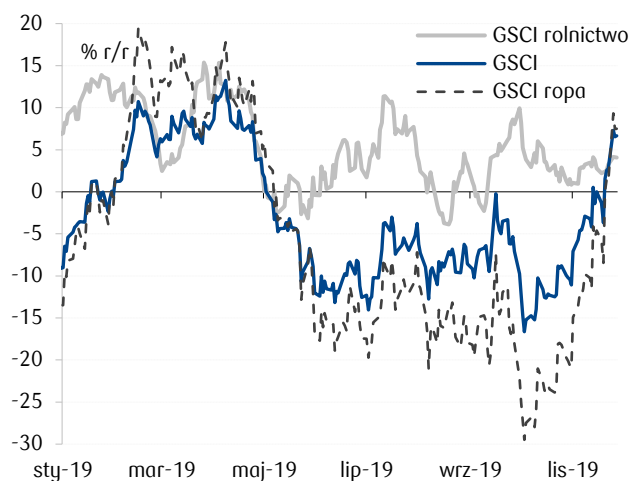
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



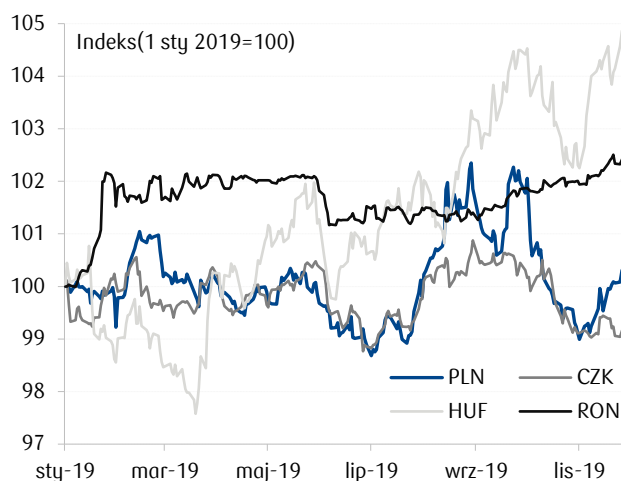
Spread asset swap dla PLN



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.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: (22) 521 80 84  
f: (22) 521 88 87  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska  
dr Marcin Czaplicki, CFA  
Urszula Kryńska  
dr Michał Rot

[marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl)  
[marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl)  
[urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl)  
[michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl)

22 521 67 97  
22 521 54 50  
22 521 51 32  
22 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl)

22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek  
dr Mariusz Dziwulski  
Michał Koleśnikow  
Piotr Krzysztofik  
Wojciech Matysiak  
Katarzyna Piętka-Kosińska  
Filip Romanowski  
Anna Senderowicz

[agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl)  
[mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl)  
[michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl)  
[piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl)  
[wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl)  
[katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl)  
[filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl)  
[anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl)

22 521 81 22  
22 521 81 88  
22 521 81 23  
22 521 81 25  
22 521 51 80  
22 521 65 15  
22 521 87 39  
22 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki

[marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl)

22 521 72 24

**Materiał zatwierdził(a):** Piotr Bujak

#### 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.