

Dr Jekyll i Mr Hyde

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- **Problem z limitem długu w USA odszedł w niepamięć (kiedyś wróci), więc na rynkach wraca dyżurny temat inflacji i polityki pieniężnej.** W piątek indeksy akcyjne wzrosły, wsparte świadczącym o sile amerykańskiej gospodarki czternastym z rzędu silniejszym od oczekiwań wzrostem liczby etatów w USA. Jednocześnie dane wsparły oczekiwania części uczestników rynku, że jest przestrzeń do kolejnej podwyżki stóp Fed, więc wzrosły rentowności obligacji na rynkach bazowych. Dolar nieznacznie się umocnił. Na krajowym rynku rentowności nie zmieniły się istotnie, podobnie jak stawki FRA i IRS. Złoty wyraźnie się umocnił wobec głównych walut.
- **Ten tydzień powinien być spokojniejszy od poprzedniego, a na pierwszym planie będą kolejne wskaźniki inflacyjne.** Najistotniejsze będą naszym zdaniem publikowane w nocy z czwartku na piątek dane z Chin za maj, gdzie oczekiwane jest pogłębienie spadków cen produkcji oraz stabilizacja inflacji CPI na niskim poziomie. Historyczne zależności sugerują, że ewolucja chińskiego PPI wyprzedza ceny konsumpcyjne w krajach rozwiniętych, np. w USA (por. wykres). Warto też zwrócić uwagę na inflację PPI dla strefy euro (dziś) oraz inflację CPI z Węgier (czwartek).
- **Pozostałe dane makro będą mniej istotne.** Wśród nich wyróżnić się mogą dane z niemieckiego przemysłu za kwiecień (zamówienia we wtorek, produkcja w środę) oraz wskaźniki koniunktury (finalne wskaźniki usługowe PMI za maj oraz nastroje inwestorów Sentix za czerwiec). Dane z USA również nie będą należeć do kluczowych. Dziś poznamy dane o zamówieniach fabrycznych, a w środę o handlu zagranicznym. W czwartek, jak zawsze, poznamy raport o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych.
- **Wydarzeniem tygodnia w kraju będzie posiedzenie RPP (wtorek) i choć nie oczekujemy zmian poziomu stóp procentowych (referencyjna pozostanie na poziomie 6,75%), to w naszej ocenie możliwa jest pewna korekta wymowy komunikatu RPP lub, co bardziej prawdopodobnie, retoryki podczas konferencji prasowej Prezesa NBP (środa).** Informacje, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia są pozytywne z punktu widzenia Rady – inflacja w maju gwałtownie spadła, a wyższa od oczekiwań dynamika PKB za 1q23, ze względu na bardzo słabą konsumpcję, nie dostarcza nowych impulsów

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

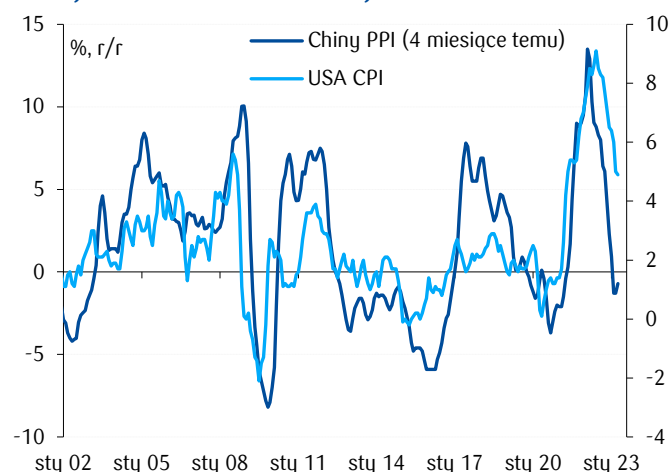
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

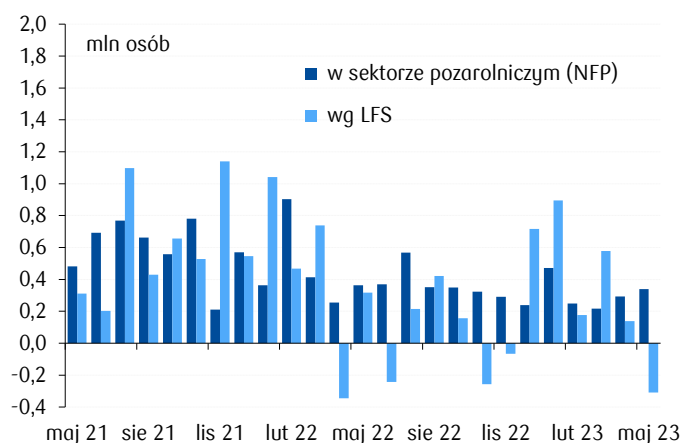
	Wartość 2023-06-02	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4940	-0,7
USDPLN	4,1901	-0,6
CHFPLN	4,6184	-0,4
GBPPLN	5,2198	-0,8
EURUSD	1,0726	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,96	-10
PL5Y	5,82	1
PL10Y	5,99	2
DE10Y	2,31	5
US10Y	3,70	9
Indeksy akcyjne:		
WIG	65 654,4	3,2
DAX	16 051,2	1,2
S&P500	4 282,4	1,5
Nikkei**	32 109,7	1,9
Shanghai Comp.**	3 231,3	0,0
Surowce:		
Złoto	1965,02	-0,7
Ropa Brent	76,13	2,5

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 PPI w Chinach a inflacja CPI w USA



Zmiana zatrudnienia w USA według dwóch badań – pracodawców (NFP) i pracowników (LFS)

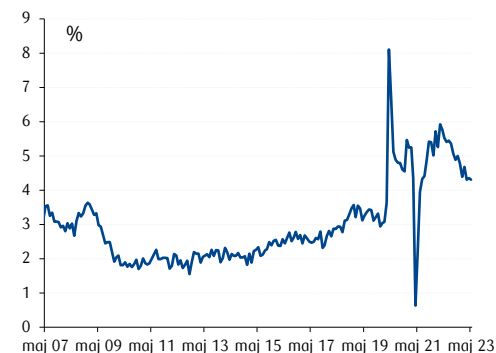


inflacyjnych. Członkowie RPP w ostatnim czasie śmieiej wskazywali na możliwość rozpoczęcia obniżek stóp procentowych pod koniec 2023.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

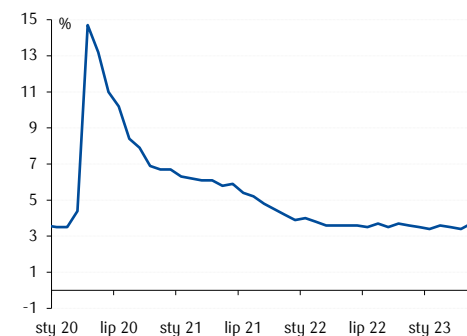
- USA:** Raport z amerykańskiego rynku pracy za maj był jednocześnie bardzo dobry i bardzo zły, jak dr Jekyll i Mr Hyde. Dobry, ponieważ w badaniu przedsiębiorstw liczba zatrudnionych w sektorze pozarolniczym (NFP) wzrosła o 399 tys., ponad dwukrotnie przebijając konsensus. Był to czternasty raz z rzędu, kiedy dane o zatrudnieniu były lepsze od oczekiwań, co samo wskazuje na siłę rynku pracy. Dodatkowo, wyniki za marzec i kwiecień zrewidowano w górę o prawie 100 tys. Wzrost liczby zatrudnionych miał miejsce we wszystkich głównych sektorach poza handlem detalicznym (-51,4 tys.). Wśród negatywnych sygnałów w majowym raporcie na pierwsze miejsce wysuwa się zaskakujący wzrost stopy bezrobocia do 3,7% z 3,4% w kwietniu. Nie wskazywały na to nowe wnioski o zasiłek, które pozostawały stabilne w ostatnich tygodniach (po rewizji). Źródłem tej negatywnej niespodzianki był najgłębszy od kwietnia 2022 spadek liczby pracujących o 310 tys. m/m (w badaniu gospodarstw domowych). W poprzednich miesiącach również zdarzały się rozbieżności (i to znaczne) liczby zatrudnionych/pracujących w obu badaniach. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach, wraz z rewizjami, obraz rynku pracy zostanie uspołniony. Różnice między obydwoma badaniami wynikają z różnic w metodyce (po szczegóły odsyłamy do [opracowania](#) BLS). Kolejnym negatywnym sygnałem jest spadek średniej liczby przepracowanych godzin w miesiącu do 34,3 godziny, co oznacza powrót do przedpandemicznej średniej (por. wykres). Wiele wskazuje na to, że firmy w reakcji na słabnący popyt decydują się skracać wydłużony przez pandemię czas pracy, zamiast zwalniać pracowników. W przeszłości skracanie czasu pracy poprzedzało zwolnienia, więc można zakładać, że amerykański rynek pracy w końcu powinien zacząć wyhamowywać. Ważnym (z punktu widzenia inflacji) sygnałem był również spadek impetu (% m/m) płac w sektorze prywatnym, co przyczyniło się do spadku dynamiki rocznej do 4,3 z 4,4% w kwietniu. Hamowanie dynamiki płac byłoby wsparciem dla normalizacji inflacji usług pracochłonnych, która jest jednym z najistotniejszych wskaźników cenowych, na które zwraca uwagę Fed. Jak na razie dynamika płac spada, ale pozostaje powyżej poziomów spójnych z długoterminową stabilnością cen. Podsumowując, raport dostarcza niejednoznaczne sygnały, które mogą skłonić FOMC do pauzy w cyklu na czerwcowym posiedzeniu, tak aby wraz z kolejnymi danymi móc lepiej ocenić co dzieje się w gospodarce i dostrzec kolejne skutki już dokonanej zacieśnienia monetarnego.
- HUN:** MNB pozostawił bez zmian 1-dniową stopę depozytową na poziomie 17%. Ostatni raz zmienił jej wysokość 23 maja, kiedy została ona obniżona o 100pb. Była to pierwsza obniżka stóp w Europie Środkowo-Wschodniej (poza Rosją) w ostatnich latach.
- ŚWIAT:** Kraje OPEC zdecydowały o przedłużeniu cięć wydobycia ropy o 3,66 mln baryłek dziennie (3,6% światowego popytu) do 2024, w tym o 2 mln baryłek/dzień uzgodnionych w zeszłym roku i o dobrowolnych cięciach o 1,66 mln baryłek/dzień uzgodnionych w kwietniu. Ponadto kraje OPEC zamierzają zmniejszyć ogólne cele wydobywcze od stycznia 2024 r. o kolejne 1,4 mln baryłek dziennie w porównaniu z obecnymi celami do łącznie 40,5 mln baryłek dziennie. Niezależnie od powyższych decyzji Arabia Saudyjska poinformowała, że w lipcu dokona głębokiej redukcji wydobycia o 1 mln baryłek dziennie (10% swojej miesięcznej produkcji).
- ŚWIAT:** Indeks cen żywności FAO w maju spadł o 2,6% m/m i o 21,3% r/r. Spadek indeksu był jeszcze mocniejszy po przeliczeniu na PLN i wyniósł odpowiednio 3,8% m/m i 25,2% r/r. Historycznie zmiany cen na rynkach światowych wyprzedzały krajową inflację żywnościową o ok. 9 miesięcy.

Roczna dynamika przeciętnych płac godzinowych w USA



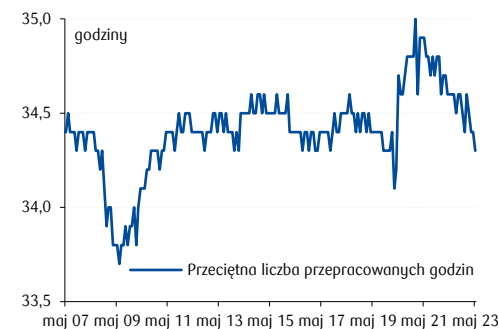
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Średnia liczba przepracowanych godzin w USA w sektorze prywatnym

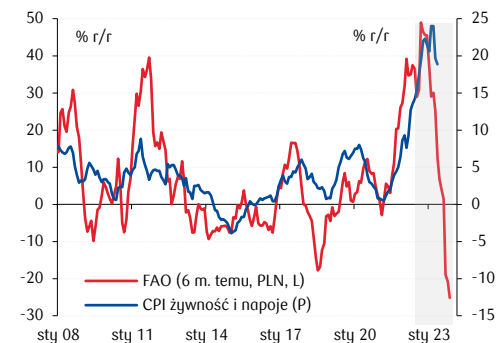


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sugeruje to, że na razie nieśmiała dezinflacja żywnościowa nabierze wiatru w żagle. Również indeks kosztów produkcji spożywczej wskazuje na taki kierunek zmian (por. wykres). Skalę dezinflacji ograniczać może jednak polityka marżowa sieci detalicznych. W badaniu FAO w ciągu miesiąca (w ujęciu dolarowym) znacząco spadły ceny zbóż (o 4,8% m/m i 43,9% r/r), co jest wynikiem przede wszystkim oczekiwań odbicia podaży w sezonie 2023/2024, oraz ceny olei roślinnych. W ciągu miesiąca nieznacznie zdrożało mięso, ale jego ceny wciąż są niższe niż przed rokiem. Jediną drożącą główną kategorią w indeksie FAO jest cukier – o 5,5% m/m i 37,3% r/r.

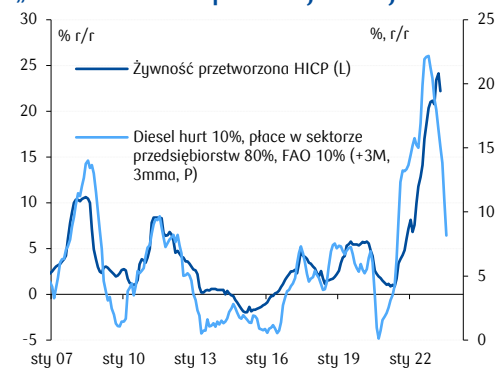
- **CHN:** Indeks PMI dla sektora usługowego nieoczekiwanie wzrósł w maju do 57,1 pkt. z 56,4 pkt. w poprzednim miesiącu. Poprawa nastąpiła przy przyspieszeniu wzrostu nowych zamówień, w tym eksportowych. W rezultacie firmy zwiększyły nieco zatrudnienie i znacząco podniosły ceny.
- **POL:** Według OSR dołączonego do projektu ustawy dotyczącej waloryzacji programu 500+ do 800 PLN koszt zmiany wyniesie 24 mld PLN w pierwszym roku obowiązywania i będzie zmniejszał się w kolejnych latach, aż do osiągnięcia 19,5 mld PLN w 2034.

Światowe ceny żywności FAO na tle krajowej inflacji żywnościowej



Źródło: Macrobond, FAO, GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja żywności przetworzonej HICP a „indeks kosztów produkcji rolnej”



Źródło: Macrobond, FAO, GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 2 czerwca						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	294	190	--	399
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	3,4	3,5	--	3,7
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	4,4	4,4	--	4,3
Poniedziałek, 5 czerwca						
GER: Eksport (kwi)	8:00	% m/m	-5,2	-2,5	--	--
GER: Import (kwi)	8:00	% m/m	-6,4	-1,0	--	--
GER: PMI w usługach (maj, rew.)	9:55	pkt.	56,0	57,9	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	56,2	55,1	--	--
EUR: Indeks Sentix (cze)	10:30	pkt.	-13,1	-15,1	--	--
EUR: Inflacja PPI (kwi)	11:00	% r/r	5,9	1,5	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (kwi)	16:00	% m/m	0,9	0,8	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi, rew.)	16:00	% m/m	3,3	1,1	--	--
USA: ISM w usługach (maj)	16:00	pkt.	51,9	52,4	--	--
Wtorek, 6 czerwca						
GER: Zamówienia fabryczne (kwi)	8:00	% m/m	-10,7	2,8	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (kwi)	8:00	% r/r	-11	-8,6	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi)	11:00	% r/r	-3,8	-3,0	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (cze)	--	%	6,75	6,75	6,75	--
Środa, 7 czerwca						
GER: Produkcja przemysłowa (kwi)	8:00	% m/m	-3,4	0,6	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (kwi)	8:00	% r/r	1,8	1,5	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi)	14:30	mld USD	-64,2	-75,4	--	--
POL: Konferencja prasowa Prezesa NBP (cze)	15:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 8 czerwca						
HUN: Inflacja CPI (maj)	8:30	% r/r	24,0	22,3	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	1,8	1,3	--	--
EUR: Zatrudnienie (1q)	11:00	% r/r	1,5	1,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze)	14:30	tys.	232	237	--	--
Piątek, 9 czerwca						
CHN: Inflacja CPI (maj)	3:30	% r/r	0,1	0,2	--	--
CHN: Inflacja PPI (maj)	3:30	% r/r	-3,6	-4,4	--	--

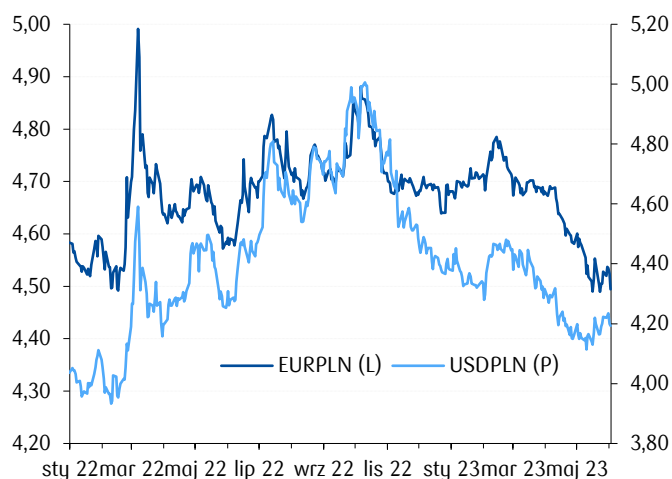
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

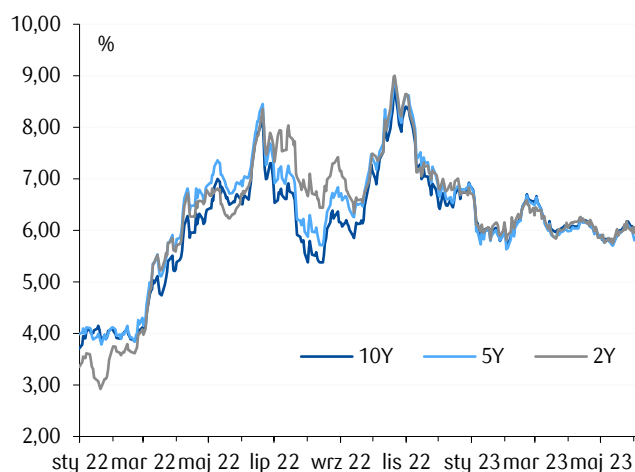
		Wartość 2023-06-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4940	-0,7	-0,8	-1,9	-2,1	0,9
	USDPLN	4,1901	-0,6	-0,9	0,7	-2,1	4,6
	CHFPLN	4,6184	-0,4	-0,9	-0,9	3,8	10,8
	GBPPLN	5,2198	-0,8	0,1	-0,5	-2,4	5,5
	EURUSD	1,0726	-0,1	0,2	-2,6	0,0	-3,6
	EURCHF	0,9731	-0,2	0,2	-1,0	-5,7	-8,9
	GBPUSD	1,2483	-0,3	1,2	-1,1	-0,3	1,0
	USDJPY	139,66	0,5	-0,6	3,5	6,8	29,6
	EURCZK	23,62	-0,2	-0,1	1,0	-4,3	-12,3
Obligacje	EURHUF	370,18	-0,2	-0,1	-0,4	-5,7	6,9
	PL2Y	5,96	-10	-10	19	-77	578
	PL5Y	5,82	1	-29	1	-124	512
	PL10Y	5,99	2	-19	16	-69	480
	DE2Y	2,85	9	-13	23	220	350
	DE5Y	2,33	7	-23	9	131	297
	DE10Y	2,31	5	-23	1	104	276
	US2Y	4,50	16	-7	58	183	434
	US5Y	3,84	14	-8	44	89	354
Akcje	US10Y	3,70	9	-10	26	74	305
	WIG	65 654,4	3,2	1,3	4,7	15,5	36,4
	WIG20	2 018,1	3,7	1,7	5,5	10,9	17,2
	S&P500	4 282,4	1,5	1,8	3,5	4,2	40,7
	NASDAQ100	14 546,6	0,7	1,7	9,7	15,9	52,2
	Shanghai Composite**	3 231,4	0,0	0,6	-3,1	1,1	13,3
	Nikkei**	32 116,6	1,9	3,9	10,1	15,7	46,8
	DAX	16 051,2	1,2	0,4	0,6	11,0	38,5
	VIX	18,76	-3,3	-4,2	-12,1	-31,3	-34,9
Surowce	Ropa Brent	76,1	2,5	-1,1	1,1	-36,4	115,5
	Ropa WTI	71,7	2,3	-1,3	0,9	-39,6	102,1
	Złoto	1965,0	-0,7	1,3	-2,3	5,8	13,5

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

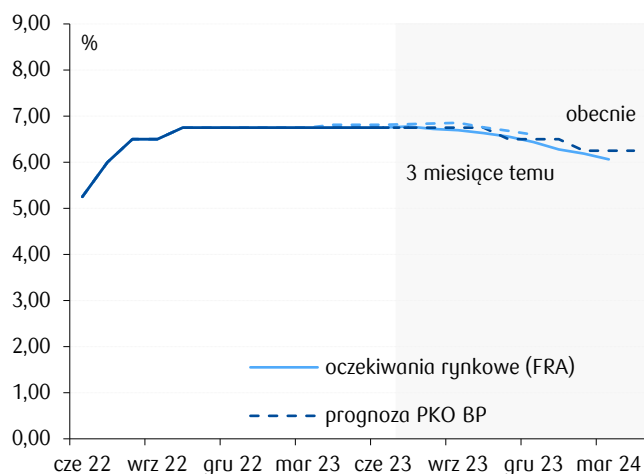
Notowania złotego wobec głównych walut



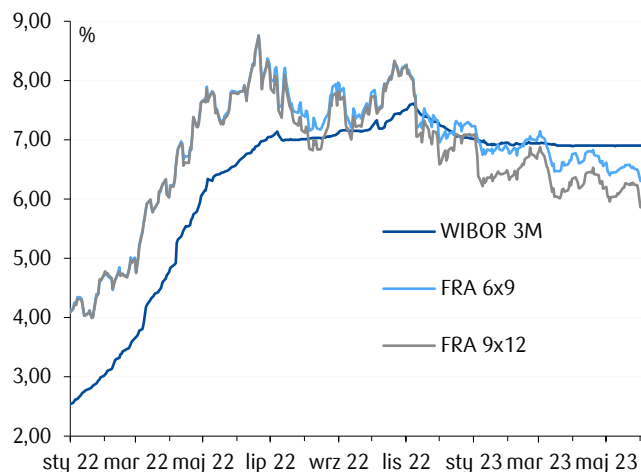
Rentowności polskich obligacji skarbowych



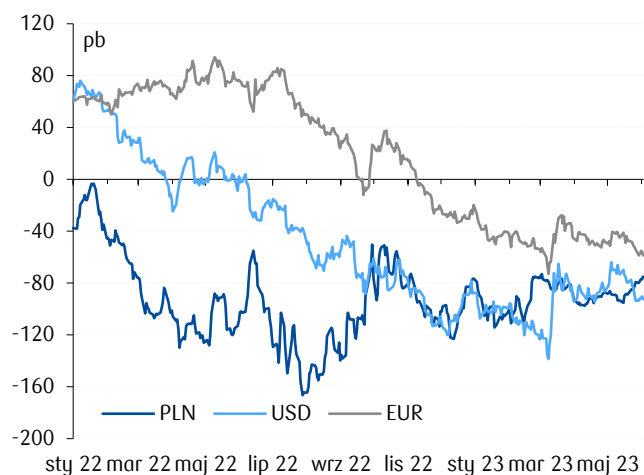
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



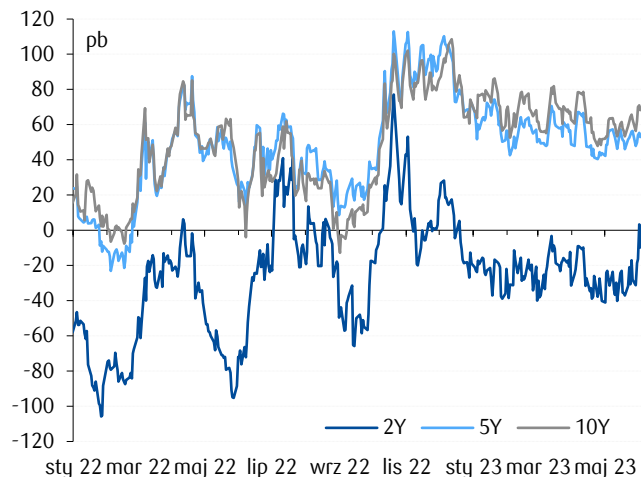
Krótkoterminowe stopy procentowe



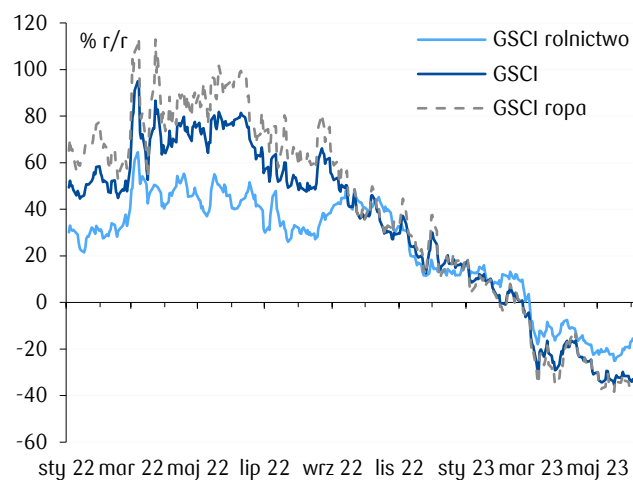
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



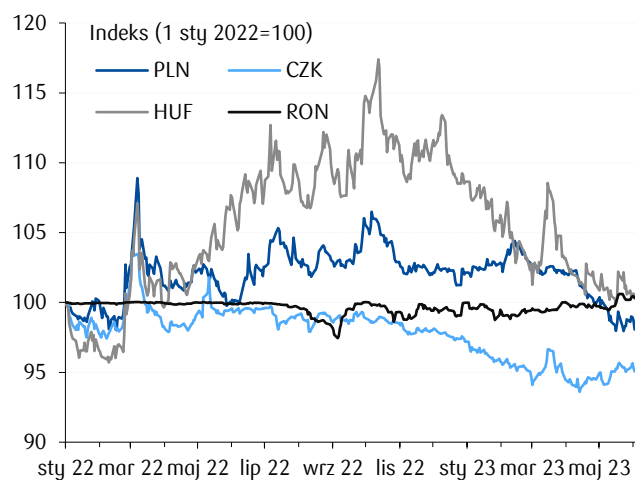
Spread asset swap dla PLN



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
-------------	----------------------	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
---	------------------------	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
Anna Wojtyniak	anna.wojtniak@pkobp.pl	22 521 54 50

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

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

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, usługi 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.