

11 września 2019

## Oslabienie popytu na pracę

### Dziś centrum uwagi:

- Dzisiejsze posiedzenie RPP może ostatecznie rozwiązać oczekiwania części uczestników rynku finansowego na obniżki stóp procentowych w Polsce.** Po tym, jak na posiedzeniu w lipcu pojawił się (nieskuteczny) wniosek o podwyżkę stóp procentowych, możliwe są kolejne (choć o nich dowiemy się dopiero wraz z publikacją *minutes*). Po chwili uspokojenia inflacja powróci do trendu wzrostowego, a na początku przyszłego roku może być wyższa niż dopuszczalne pasmo wahań wokół celu, jednocześnie wzrost gospodarczy, chociaż słabszy niż w ubiegłym roku, pozostanie solidny. Prawdopodobnie w kolejnych miesiącach grono skłonnych poprzeć wniosek o podwyżkę będzie rosło. W naszej ocenie taki wniosek nie uzyska w najbliższych kwartałach większości RPP, m.in. ze względu na wysokie ryzyko w otoczeniu polskiej gospodarki.

### Przegląd wydarzeń:

- POL:** Badanie GUS wskazuje na osłabienie popytu na pracę w polskiej gospodarce w 2q 2019. Liczba wakatów w gospodarce spada już od dwóch kwartałów, w 2q19 liczba wolnych miejsc pracy była o 7,8% niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, liczba wolnych nowo utworzonych miejsc pracy spadła natomiast o 25,9% r/r. Liczba nowo utworzonych miejsc pracy spadła o 12,6% r/r, jednak pod koniec kwartału nieobsadzone było wciąż 21,5% z tych stanowisk. Liczba zlikwidowanych miejsc pracy wzrosła o 39,3% r/r, ale ciągle jest wyraźnie mniejsza niż liczba miejsc tworzonych (por. wykres). Dane sugerują, że spadkowi zapotrzebowania na pracowników towarzyszą utrzymujące się problemy z zapelnieniem wolnych stanowisk.
- GER:** Wicekanclerz i minister finansów Niemiec O.Scholz oznajmił, że rząd jest gotów wpompować wiele miliardów euro w gospodarkę, gdyby miał ją dotknąć kryzys. W swoim przemówieniu w Bundestagu minister stwierdził również, że przyszłoroczny budżet, pozwoli na dalszy wzrost inwestycji, bez wzrostu zadłużenia, nie odszedł więc wprost od zasady zrównoważonego budżetu. Wydatki inwestycyjne mogą wynieść 40 mld EUR rocznie. Plan wydatków opiewający na kwotę 359,9 mld EUR nie uwzględnia jednak pakietu, który pozwoli Niemcom osiągnąć plany ograniczenia emisji dwutlenku węgla do roku 2030, którego szczegóły mają być przedstawione w tym miesiącu.
- EUR:** Przyszła przewodnicząca Komisji Europejskiej U.von der Leyen przedstawiła

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

@PKO\_Research

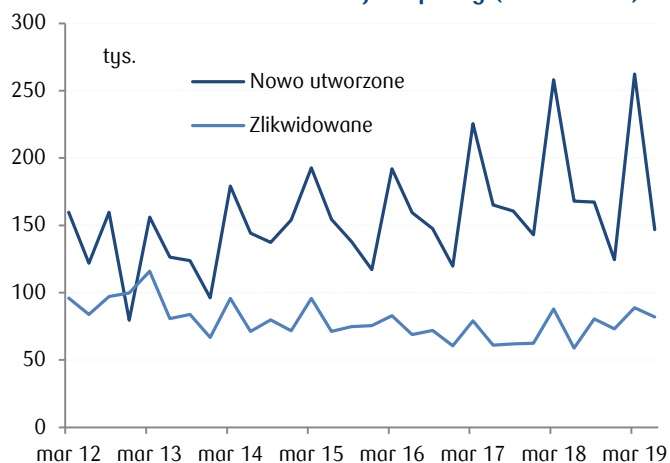
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

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

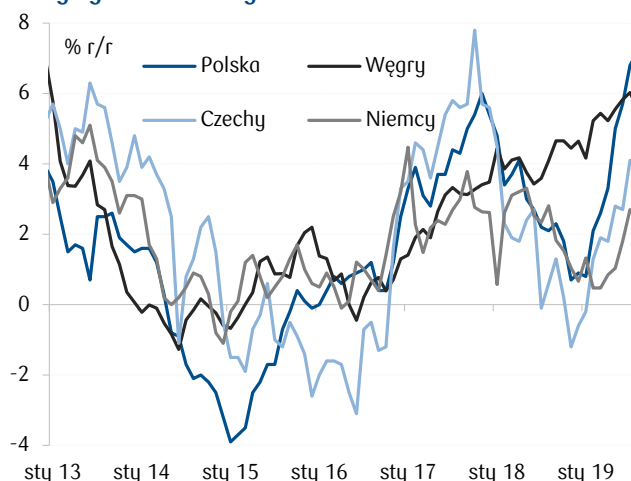
**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

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

### Zlikwidowane i utworzone miejsca pracy (w kwartale)



### Ceny żywności w regionie



Źródło: GUS, Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

w Brukseli proponowany skład nowej KE. Stanowiska wiceprzewodniczącego wykonawczego Komisji obejmą: F. Timmermans, M. Vestager oraz V. Dombrovskis. Polskim komisarzem, odpowiedzialnym za rolnictwo, będzie J. Wojciechowski.

- **POL:** Rada Ministrów przyjęła rozporządzenie w sprawie wysokości minimalnego wynagrodzenia za pracę oraz wysokości minimalnej stawki godzinowej w 2020. Minimalne wynagrodzenie za pracę w 2020 r. wyniesie 2600 zł. (+350 zł, +15,6% r/r). Minimalna stawka godzinowa w 2020 r. będzie wynosiła 17 zł wobec 14,70 zł w 2019.
- **CZK:** Inflacja CPI w Czechach ustabilizowała się w sierpniu na poziomie 2,9% r/r pozostała więc w górnej części dopuszczalnego pasma odchyień od celu. Inflacja znalazła się powyżej poziomu z ostatniej projekcji banku centralnego, głównie za sprawą inflacji bazowej oraz cen żywności, jednak bank nadal oczekuje jej spadku do celu w przyszłym roku, m.in. dzięki dokonaniem wcześniej zacieśnieniu monetarnemu. W naszej ocenie CNB zakończył już cykl podwyżek stop procentowych.
- **HUF:** Inflacja na Węgrzech spowolniła w sierpniu do 3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu i była nieco niższa od oczekiwań. Pewne złagodzenie procesów inflacyjnych oraz „gołębi zwrot” EBC sprawia, że MNB będzie utrzymywał akomodacyjną politykę pieniężną.
- **POL:** Minister J. Emilewicz poinformowała, że propozycje PiS uzależnienia wysokości płacowych składek na ZUS od dochodów firmy dotyczą tylko najmniejszych przedsiębiorców. Od początku 2019 jednoosobowe działalności gospodarcze, które w poprzednim roku kalendarzowym uzyskały roczny przychód nie wyższy niż trzydziestokrotność kwoty minimalnego wynagrodzenia, mogą naliczać składki na ZUS w zależności od przychodu.
- **CHN:** Władze chińskie opublikowały pierwszą listę z wyjątkami od ceł wprowadzonych w ubiegłym roku (mają one wejść w życie od 17 września). Nie obejmuje ona towarów rolnych (m.in. kukurydzy, soi, czy wieprzowiny), co oznacza, że Chiny wciąż chcą wywierać presję na USA poprzez wpływ na amerykańskich rolników.

#### Znalezione w sieci:

- Przegląd literatury nt. wykorzystania polityki makroekonomicznej i finansowej do walki ze zmianami klimatycznymi (IMF): [Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature](#)
- O spadku neutralnych stóp procentowych na świecie: (NBER): [On Secular Stagnation in the Industrialized World](#).
- O wpływie rajów podatkowych na statystykę bezpośrednich inwestycji zagranicznych (IMF): [The rise of Phantom Investments](#).
- O przyczynach niskiego tempa wzrostu płac w Europie, (EBC): [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#).
- Jak MFW mierzy stabilność systemu finansowego, (MFW): [Monitoring Global Financial Stability](#).

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                      | Godz. | Poprzednio              | Konsensus*              | PKO BP        | Odczyt                  | Komentarz                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------|-------|-------------------------|-------------------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Poniedziałek, 9 września</b>               |       |                         |                         |               |                         |                                                                                                                                                                                                                                         |
| GER: Bilans handlowy (lip)                    | 8:00  | 16,6 mld EUR            | 17,4 mld EUR            | --            | 21,4 mld EUR            | Wzrost eksportu przy jednoczesnym spadku importu przyczyniły się do wzrostu nadwyżki handlowej.                                                                                                                                         |
| GER: Eksport (lip)                            | 8:00  | -0,1% m/m               | -0,5% m/m               | --            | 0,7% m/m                |                                                                                                                                                                                                                                         |
| EUR: Indeks Sentix (wrz)                      | 10:30 | -13,7 pkt.              | -16,0 pkt.              | --            | -11,1 pkt.              | Odbicie Sentix przy dalszym spadku oceny bieżącej-gospodarka strefy euro jest na granicy recesji.                                                                                                                                       |
| <b>Wtorek, 10 września</b>                    |       |                         |                         |               |                         |                                                                                                                                                                                                                                         |
| CHN: Inflacja CPI / PPI (sie)                 | 3:30  | 2,8% r/r /<br>-0,3% r/r | 2,6% r/r /<br>-0,9% r/r | --            | 2,8% r/r /<br>-0,8% r/r | Wysoki odczyt inflacji CPI to głównie efekt rosnących cen żywności. Inflacja bazowa (1,5% r/r) i drugi z rzędu spadek cen producentów wskazują na presję dezinflacyjną, odzwierciedlającą słaby popyt.                                  |
| CZE: Inflacja CPI (sie)                       | 9:00  | 2,9% r/r                | 2,9% r/r                | --            | 2,9% r/r                | Podobnie jak w Polsce, źródłem inflacyjnych zaskoczeń były ostatnio ceny żywności.                                                                                                                                                      |
| HUN: Inflacja CPI (sie)                       | 9:00  | 3,3% r/r                | 3,2% r/r                | --            | 3,1% r/r                | Zgodnie z oczekiwaniami MNB inflacja pozostaje w trendzie spadkowym, który ostatnio ograniczał wzrosty cen żywności.                                                                                                                    |
| USA: Raport JOLTS (lip)                       | 16:00 | 7,248 mln.              | 7,311 mln               | --            | 7,217 mln               | Wyhamowanie liczby nowych miejsc pracy sugeruje pewne schłodzenie popytu na pracę.                                                                                                                                                      |
| <b>Środa, 11 września</b>                     |       |                         |                         |               |                         |                                                                                                                                                                                                                                         |
| USA: Inflacja PPI (sie)                       | 14:30 | 1,7% r/r                | 1,7% r/r                | --            | --                      | Stabilna i umiarkowana niska inflacja cen po stronie producentów wskazuje na brak ryzyk inflacyjnych, a tym samym na brak przeciwwskazań do obniżek stóp FOMC.                                                                          |
| POL: Stopa referencyjna NBP                   | --    | 1,50%                   | 1,50%                   | 1,50%         | --                      | Choć kolejny wniosek o podwyżkę stóp jest całkiem prawdopodobny, to szanse by poparła go większość członków RPP są iluzoryczne.                                                                                                         |
| <b>Czwartek, 12 września</b>                  |       |                         |                         |               |                         |                                                                                                                                                                                                                                         |
| GER: Inflacja CPI (sie, rew.)                 | 8:00  | 1,4% r/r                | 1,4% r/r                | --            | --                      | Wstępne dane wskazały na wyhamowanie inflacji do 1,0% r/r pomimo wyższych od sezonowego wzorca cen żywności.                                                                                                                            |
| EUR: Produkcja przemysłowa (lip)              | 11:00 | -2,6% r/r               | -1,3% r/r               | --            | --                      | Pogłębienie spadków produkcji w Niemczech zapowiada kolejne słabe wyniki przetwórstwa w całej Europie.                                                                                                                                  |
| EUR: Stopa refinansowa EBC                    | 13:45 | 0,00%                   | 0,00%                   | 0,00%         | --                      | Ostatnie przecieki z EBC zdawały się mieć na celu stonowanie agresywnych oczekiwań rynku co do skali złagodzenia poliki przez EBC.                                                                                                      |
| USA: Inflacja CPI (sie)                       | 14:30 | 1,8% r/r                | 1,7% r/r                | --            | --                      | Utrzymanie wzrostowego trendu inflacji bazowej wywołałoby spekulacje o ograniczonej przestrzeni FOMC do obniżek stóp procentowych.                                                                                                      |
| USA: Inflacja bazowa (sie)                    | 14:30 | 2,2% r/r                | 2,3% r/r                | --            | --                      |                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Piątek, 13 września</b>                    |       |                         |                         |               |                         |                                                                                                                                                                                                                                         |
| POL: Inflacja CPI (sie, rew.)                 | 10:00 | 2,9% r/r                | 2,8% r/r                | 2,8% r/r      | --                      | Finalny odczyt powinien potwierdzić wyhamowanie inflacji, przy wciąż wyższych od sezonowego wzorca cenach żywności, spadku cen paliw oraz nieznacznym wyhamowaniu inflacji bazowej.                                                     |
| POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip)   | 14:00 | 21,0 mln EUR            | 4,0 mln EUR             | -334 mln EUR  | --                      | Dane powinny pokazać na odbicie aktywności w handlu zagranicznym po czerwcowych słabych danych, determinowanych negatywnymi efektami kalendarzowymi.                                                                                    |
| POL: Eksport (lip)                            | 14:00 | 18068 mln EUR           | 19015 mln EUR           | 19050 mln EUR | --                      |                                                                                                                                                                                                                                         |
| POL: Import (lip)                             | 14:00 | 18145 mln EUR           | 18889 mln EUR           | 19106 mln EUR | --                      |                                                                                                                                                                                                                                         |
| USA: Sprzedaż detaliczna (sie)                | 14:30 | 0,7% m/m                | 0,3% m/m                | --            | --                      | Dane o popycie konsumpcyjnym i nastrojach gospodarstw domowych pozostają w centrum zainteresowania ze względu na kluczowe znaczenie konsumpcji dla amerykańskiego PKB w obliczu osłabienia aktywności inwestycyjnej i wojen handlowych. |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.) | 16:00 | 89,8 pkt.               | 90 pkt.                 | --            | --                      |                                                                                                                                                                                                                                         |

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

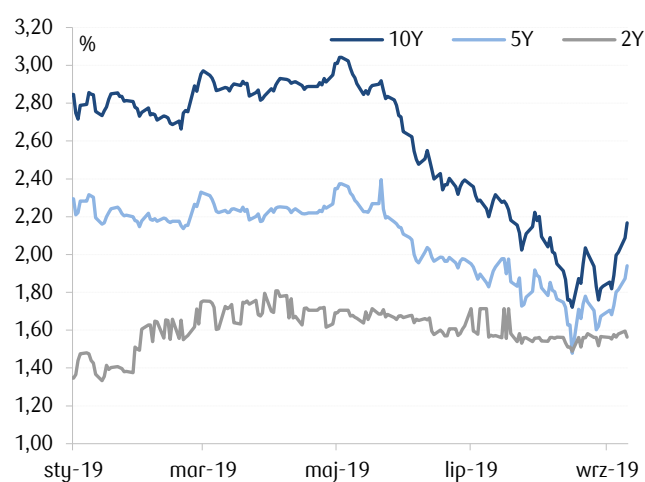
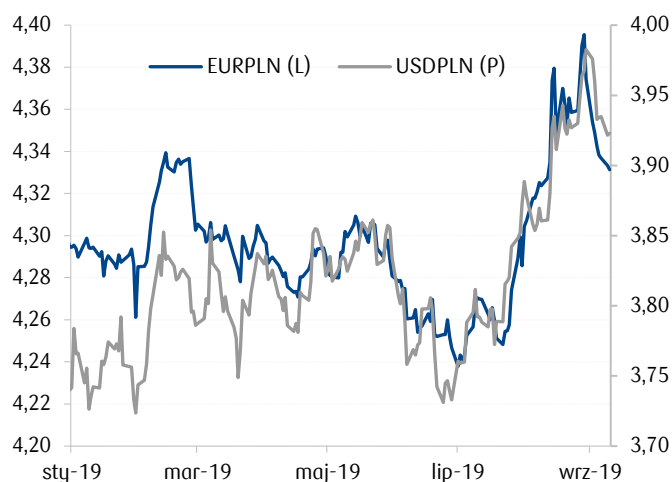
## Podstawowe dane rynkowe

|           |            | Wartość<br>2019-09-10 | Δ 1D   | Δ (% , pb)*<br>Δ 1W | Δ 4W   |
|-----------|------------|-----------------------|--------|---------------------|--------|
| Waluty    | EURPLN     | 4,3314                | -0,05% | -0,40%              | -0,08% |
|           | USDPLN     | 3,9230                | 0,10%  | -1,11%              | 1,25%  |
|           | CHFPLN     | 3,9649                | 0,19%  | -1,30%              | -0,33% |
|           | GBPPLN     | 4,8374                | 0,00%  | 0,82%               | 3,46%  |
|           | EURUSD     | 1,1041                | -0,14% | 0,72%               | -1,31% |
|           | EURCHF     | 1,0925                | -0,24% | 0,91%               | 0,25%  |
|           | GBPUSD     | 1,2354                | 0,09%  | 2,15%               | 2,34%  |
|           | USDJPY     | 107,29                | 0,12%  | 1,32%               | 0,61%  |
|           | EURCZK     | 25,86                 | 0,02%  | 0,02%               | 0,11%  |
|           | EURHUF     | 331,90                | 0,57%  | 0,49%               | 2,62%  |
| Obligacje | PL2Y       | 1,56                  | -3     | 1                   | 3      |
|           | PL5Y       | 1,94                  | 7      | 26                  | 22     |
|           | PL10Y      | 2,17                  | 8      | 35                  | 30     |
|           | DE2Y       | -0,81                 | 1      | 8                   | 6      |
|           | DE5Y       | -0,85                 | 2      | 9                   | 2      |
|           | DE10Y      | -0,55                 | 3      | 17                  | 6      |
|           | US2Y       | 1,66                  | 9      | 20                  | -1     |
|           | US5Y       | 1,57                  | 9      | 23                  | 0      |
|           | US10Y      | 1,70                  | 8      | 24                  | 2      |
| Akcje     | WIG20      | 2187,8                | 0,6%   | 3,8%                | 2,2%   |
|           | S&P500     | 2979,4                | 0,0%   | 2,5%                | 1,8%   |
|           | Nikkei**   | 21569,5               | 0,8%   | 4,5%                | 4,4%   |
|           | DAX        | 12268,7               | 0,3%   | 3,0%                | 4,4%   |
|           | VIX        | 15,2                  | -0,5%  | -22,7%              | -13,2% |
| Surowce   | Ropa Brent | 62,8                  | 0,0%   | 8,9%                | 3,1%   |
|           | Złoto      | 1496,5                | -0,4%  | -3,4%               | -0,3%  |

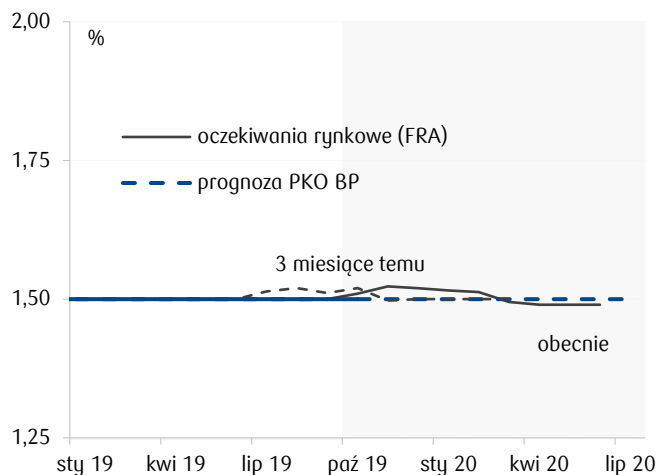
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

## Notowania złotego wobec głównych walut

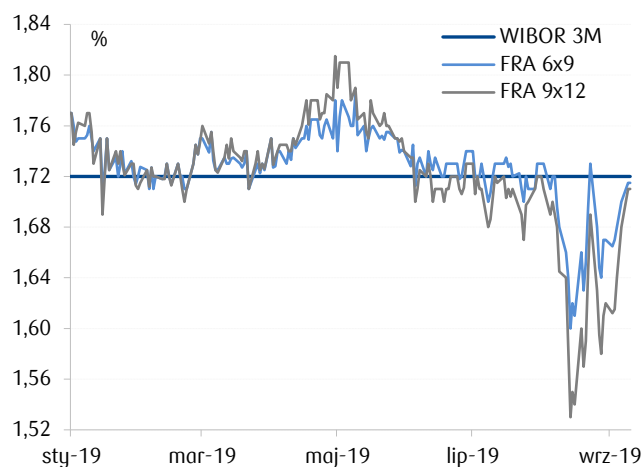
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



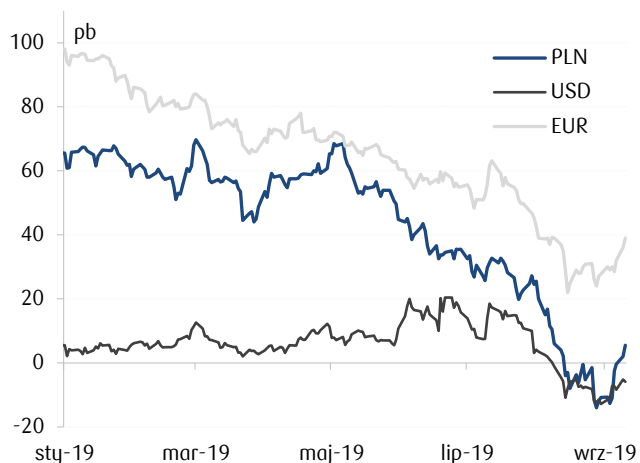
## Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



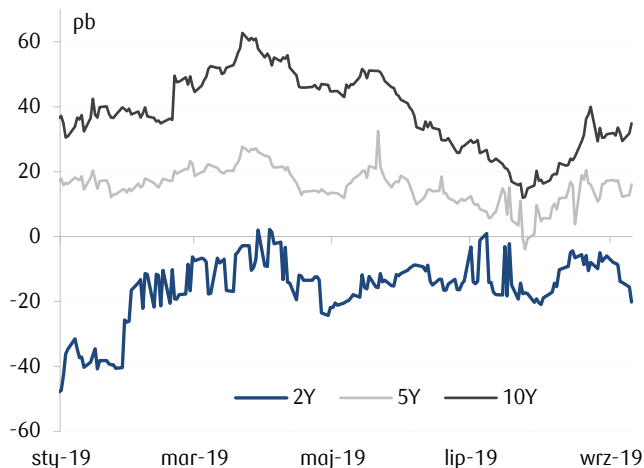
## Krótkoterminowe stopy procentowe



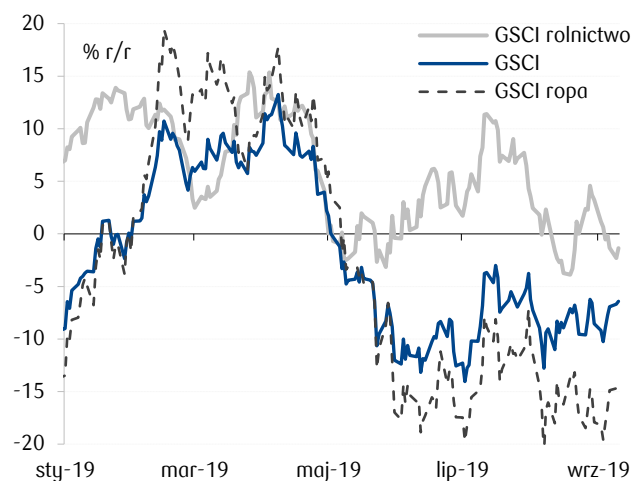
## Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



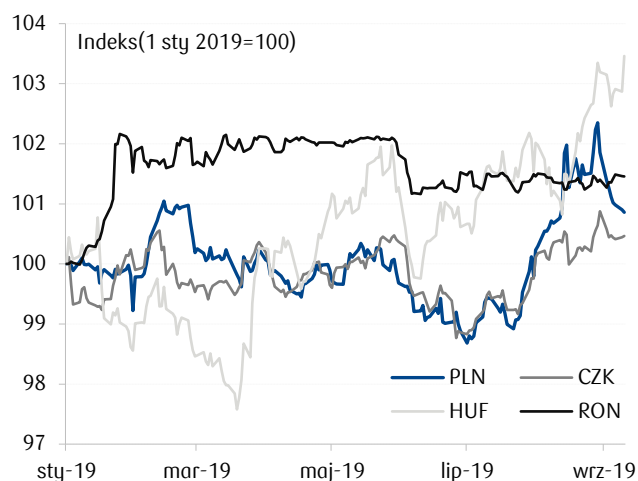
## Spread asset swap dla PLN



## 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

### 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.