

Miękkie lądowanie?

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- W piątek solidne dane z amerykańskiego rynku pracy osłabiły rynkowe nadzieje na zmianę jastrzębiego nastawienia Fed. W rezultacie notowania na amerykańskich parkietach spadały, a rentowności obligacji rosły. Kurs EURUSD obniżył się w okolice 0,975. Złoty odreagował część strat z czwartku – kurs EURPLN obniżył się do 4,86, a USDPLN do 4,97. W obu przypadkach trend wzrostowy został zatrzymany po publikacji danych z USA. Rentowności krajowych obligacji rosły, podążając za tendencjami globalnymi, a ruch był większy na długim końcu krzywej.
- Kluczową publikacją tygodnia będą dane o amerykańskiej inflacji we wrześniu (czw.). Konsensus spodziewa się spadku inflacji CPI w ujęciu rocznym, oraz lekkiego wzrostu jej dynamiki miesięcznej. Niejednoznaczne sygnały, pokazujące, że na zdecydowane odwrócenie trendu inflacyjnego trzeba jeszcze poczekać, sugerują, że dane nie zmieniają nieprzejednania jastrzębiej postawy Fed.
- Preludium do publikacji danych inflacyjnych będą *minutes* FOMC z wrześniowego posiedzenia (śr.). Biorąc pod uwagę jego wynik, nie należy się spodziewać żadnych gołębih akcentów.
- Wśród pozostałych publikacji zaplanowanych na ten tydzień uwagę inwestorów zwrócić mogą: indeks Sentix (pon.) za październik, finalne odczyty niemieckiej inflacji za wrzesień (czw.), chińska inflacja CPI i PPI (także za wrzesień, pt.) oraz wyniki wrześniowej sprzedaży detalicznej w USA (pt.). Ogólna wymowa danych (słaba Europa z groźbą stagflacji vs utrzymujący się wzrost gospodarczy w USA, mimo podwyższonej inflacji) będzie zapewne podtrzymywać oczekiwania na rosnący rozdźwięk między gospodarką USA i strefy euro i nadal premiować dolara.
- Stan i perspektywy globalnej gospodarki pozwolą ocenić nowe prognozy MFW, które zostaną opublikowane we wtorek, podczas corocznych spotkań MFW i Banku Światowego zaplanowanych na ten tydzień. K.Georgieva zasugerowała w zeszłym tygodniu, że jedna trzecia światowej gospodarki doświadczy w 2023 technicznej recesji.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

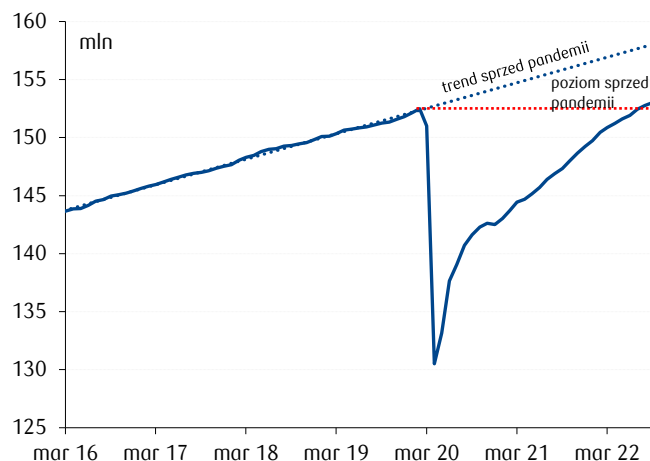
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-10-07	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,8585	-0,5
USDPLN	4,9650	0,1
CHFPLN	5,0058	-0,2
GBPPLN	5,5305	-0,8
EURUSD	0,9786	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	7,42	5
PL5Y	7,53	10
PL10Y	7,38	18
DE10Y	2,19	11
US10Y	3,89	6
Indeksy akcyjne:		
WIG	46 911,1	-0,8
DAX	12 273,0	-1,6
S&P500	3 639,7	-2,8
Nikkei**	27 116,1	0,0
Shanghai Comp.**	2 998,7	-0,8
Surowce:		
Złoto	1702,29	-0,6
Ropa Brent	97,93	3,5

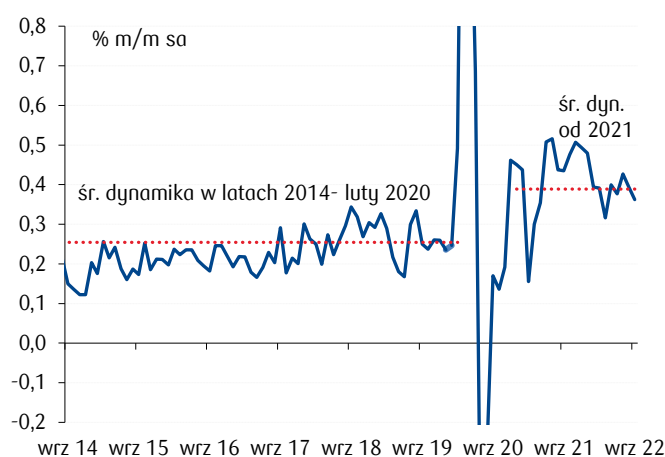
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Miesięczna dynamika śr. płac godzinowych w USA (3mma)

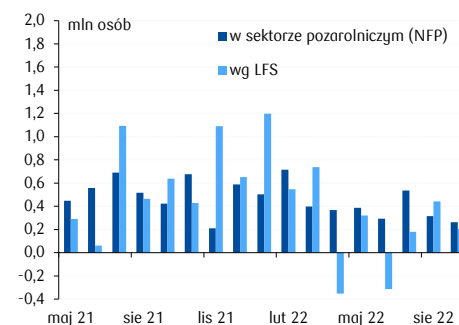


- **W naszym regionie poznamy dane inflacyjne za wrzesień z Czech, Węgier (wt.) i finalny odczyt z Polski (pt.).** Kierunek ruchu inflacji CPI w całym regionie jest taki sam (w górę), a różnice dotyczą tylko skali ruchu – według konsensusu w Czechach inflacja wzrosła o 0,5pp., na Węgrzech o ponad 3pp. Mocny wzrost inflacji na Węgrzech sygnalizowały już sierpniowe dane o inflacji HICP (uwolnienie cen energii „wejdzie” do statystyk inflacji CPI we wrześniu).
- **Na koniec tygodnia poznamy sierpniowe wyniki krajowego bilansu płatniczego (pt.).** Tutaj przestrzeń do niespodzianek jest dosyć duża ze względu na zmiany metodyczne i rewizje jakie zachodzą m.in. w rachunkach narodowych. Ogólny obraz równowagi zewnętrznej nie powinien jednak ulec znaczącej zmianie.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA we wrześniu wzrosło o 263 tys.** (zgodnie z konsensusem), co oznacza hamowanie wobec poprzednich miesięcy, ale jednocześnie nadal bardzo mocny wynik na tle przedpandemicznej normalności. Poziom zatrudnienia jest już o ponad 500 tys. wyższy niż przed pandemią (luty 2020), przy czym wskaźnik aktywności zawodowej (62,3%) pozostaje o ok. 1pp. niższy. We wrześniu w największym stopniu do wzrostu zatrudnienia „dołożyły” się rozrywka i HoReCa (+83 tys.), opieka społeczna/zdrowotna (+60 tys.) oraz usługi profesjonalne i biznesowe (+46 tys.). **Dynamika roczna przeciętnej płacy godzinowej niespodziewanie się obniżyła, do 5,0% r/r z 5,2% r/r, ale jej impet (% m/m sa) pozostaje wysoki (0,3%),** co wskazuje na utrzymywanie się presji płacowej. Stopa bezrobocia we wrześniu spadła do 3,5% wobec 3,7% w sierpniu i 3,5% w lipcu. W ujęciu nominalnym ubyło 261 tys. bezrobotnych. Sierpniowy, drugi największy w historii, spadek liczby wakatów sugerował zmniejszanie skali napięć na rynku, ale piątkowe dane o bezrobociu za wrzesień wskazują, że schładzanie rynku pracy niekoniecznie będzie szybkie. Pomimo tego, że dane były w dużej mierze spójne z oczekiwaniami („w punkt” NFP, słabszy wzrost płac, niższe bezrobocie), to wskazują one, że rynek pracy pozostaje silnie rozgrzany i, przynajmniej na razie, nie ma co liczyć na znaczącą odmianę. Dane z rynku pracy pozostają silnym argumentem w rękach Fed za kontynuowaniem zdecydowanych podwyżek stóp procentowych. **Podwyżka o 75pb na najbliższym, listopadowym posiedzeniu jest bardzo prawdopodobna.**
- **POL: H.Wnorowski z RPP powiedział, że decyzja o wstrzymaniu się z ruchami stóp procentowych świadczy tylko o tym, że po obserwowaniu rynku RPP uznała, że w tej chwili pierwszorzędną troską stała się recesja.** Członek RPP dodał, że na posiedzeniu w listopadzie, po publikacji kolejnej projekcji, prawdopodobieństwa podwyżki i utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie są takie same.
- **POL: J.Tyrowicz z RPP zasugerowała w mediach społecznościowych, że nie popiera i nie rozumie decyzji o wstrzymaniu cyklu podwyżek stóp procentowych.** Zasugerowała też, że jej zdaniem uzasadnione byłoby podniesienie stóp rządu 200pb. W opublikowanej własnej wersji komunikatu po posiedzeniu Rady, J.Tyrowicz napisała, że powrót inflacji do celu NBP może nie nastąpić nawet przez kilka lat. W jej ocenie, poza spadkiem płac realnych, niewiele wskazuje na obniżanie się inflacji. Powrotowi dynamiki cen do celu sprzyjałoby umocnienie złotego, ale wg J.Tyrowicz nie ma podstaw by go oczekiwać przy bieżącym *policy mix*. Członkini RPP napisała, że RPP podejmuje działań niezbędnych dla ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. Oceniając otoczenie zewnętrzne J.Tyrowicz stwierdziła, że w głównych światowych gospodarkach należy oczekiwać spowolnienia

Zmiana zatrudnienia w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

tempa wzrostu gospodarczego, ale ryzyko głębokiej recesji jest niskie ze względu na historycznie korzystną sytuację na rynkach pracy.

- **POL: L.Kotecki (RPP) powiedział w wywiadzie, że chociaż stopy procentowe są już na dosyć wysokim poziomie, to powinny być docelowo wyższe niż obecne 6,75%.** Jego zdaniem w lutym inflacja CPI będzie wynosiła 20%. Członek RPP potwierdził, że dla Rady niezmiernie istotnym dokumentem będzie listopadowa projekcja inflacyjna, która - w jego ocenie - skłoni większość Rady do powrotu do myślenia o podwyżkach stóp. Podkreślił, że Rada wycofała się z narracji końca cyklu podwyżek. L.Kotecki powiedział także, że podwyżka w skali 25pb nie jest sygnałem determinacji władz monetarnych do walki z inflacją.
- **POL: Opis dyskusji na wrześniowym posiedzeniu RPP potwierdza, że wrześniowa inflacja była dla RPP zaskoczeniem.** Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce członkowie RPP zaznaczali, że według aktualnych prognoz, w kolejnych miesiącach inflacja pozostanie zbliżona do ówczesnego poziomu. Członkowie Rady wskazywali przed miesiącem, że istotne podwyższenie stóp procentowych NBP dokonane w ciągu ostatniego roku, wraz z wygasaniem wpływu szoków podbijających ceny oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Wrześniowa podwyżka stóp o 25 pb, jak na razie ostatnia w cyklu, była motywowana występującym ryzykiem kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.
- **POL: Według doniesień medialnych we wtorek rząd zajmie się nową propozycją ograniczającą ceny energii dla wszystkich odbiorców.** Rozwiązanie miałyby wprowadzić limit cenowy odzwierciedlający rzeczywiste koszty wytwarzania energii z poszczególnych nośników oraz rekompensaty dla tych wytwórców, którzy w sposób uzasadniony go przekroczą. Efektem miałyby być obniżenie ceny energii poniżej 1 tys. PLN / MWh. Dodatkowym rozwiązaniem ma być zapowiadane wcześniej wprowadzenie specjalnej taryfy dla samorządów, podmiotów wrażliwych oraz małych i średnich firm. Taryfa obowiązywałaby od 1 stycznia 2023 i miałyby być niższa niż unijny limit cenowy na poziomie 180 EUR/MWh.
- **EUR: Analiza ekonomistów EBC wskazuje, że wzrost inflacji bazowej w strefie euro od 3q21 był początkowo spowodowany przez czynniki podażowe, jednak znaczenie czynników popytowych rosło w miarę upływu czasu.** W ostatnich miesiącach czynniki podażowe i popytowe mają zbliżone znaczenie dla inflacji bazowej, która we wrześniu wyniosła rekordowe 4,8% r/r. Na popytową część inflacji EBC może oddziaływać przy pomocy stóp procentowych.
- **UKR: Ministerstwo gospodarki poinformowało, że w okresie 1-3q22 gospodarka skurczyła się o 30% r/r, a spadek PKB poza wojną odzwierciedla także przerwy w dostawach prądu z Zaporoskiej Elektrowni Atomowej oraz niekorzystną pogodę, która we wrześniu opóźniła żniwa.** Ministerstwo poinformowało, że we wrześniu eksport Ukrainy wzrósł o 23% m/m i był najwyższy od początku wojny, głównie dzięki eksportowi zboża z portów Morza Czarnego.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
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	--	262
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	%	3,7	3,7	--	3,5
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz)	14:30	% r/r	5,2	5,2	--	5,0
Poniedziałek, 10 października						
EUR: Indeks Sentix (paź)	10:30	pkt.	-31,8	-33,0	--	--
Wtorek, 11 października						
CZE: Inflacja CPI (wrz)	9:00	% r/r	17,2	17,7	--	--
HUN: Inflacja CPI (wrz)	9:00	% r/r	15,6	19,0	--	--
Środa, 12 października						
EUR: Produkcja przemysłowa (sie)	11:00	% r/r	-2,4	1,0	--	--
USA: Inflacja PPI (wrz)	14:30	% r/r	8,7	8,4	--	--
USA: Minutes Fed (wrz)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 13 października						
GER: Inflacja CPI (wrz, rew.)	8:00	% r/r	7,9	10,0	--	--
GER: Inflacja HICP (wrz, rew.)	8:00	% r/r	8,8	10,9	--	--
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	% r/r	8,3	8,1	--	--
USA: Inflacja bazowa (wrz)	14:30	% r/r	6,3	6,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	219	218	--	--
Piątek, 14 października						
CHN: Inflacja PPI (wrz)	3:30	% r/r	2,3	1,0	--	--
CHN: Inflacja CPI (wrz)	3:30	% r/r	2,5	2,8	--	--
POL: Inflacja CPI (wrz, rew.)	10:00	% r/r	16,1	17,2	17,2	--
EUR: Bilans handlowy (sie)	11:00	mld EUR	-34,0	-45,0	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie)	14:00	mIn EUR	-1735	-1492	-1333	--
POL: Eksport (sie)	14:00	% r/r	19,9	17,0	17,3	--
POL: Import (sie)	14:00	% r/r	23,5	19,4	19,2	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz)	14:30	% m/m	0,3	0,2	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz)	14:30	% m/m	-0,3	0,1	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź, wst.)	16:00	pkt.	58,6	58,9	--	--

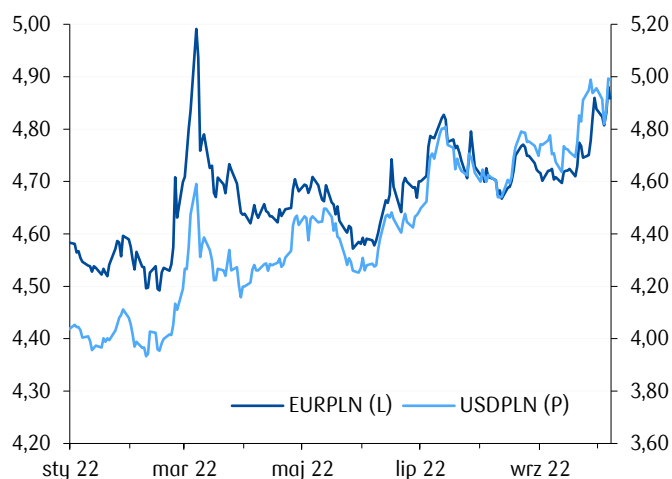
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

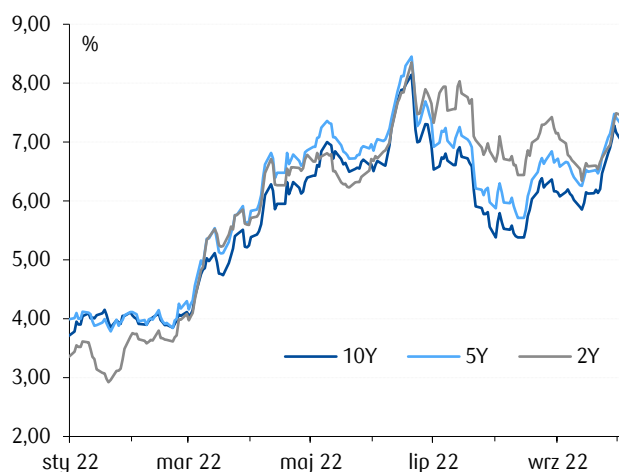
		Wartość 2022-10-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,8585	-0,5	0,4	3,2	6,3	12,5
	USDPLN	4,9650	0,1	0,5	5,9	25,6	25,9
	CHFPLN	5,0058	-0,2	-0,2	2,7	17,4	26,1
	GBPPLN	5,5305	-0,8	0,0	2,1	2,3	14,7
	EURUSD	0,9786	-0,6	-0,1	-2,6	-15,4	-10,7
	EURCHF	0,9706	-0,3	0,7	0,5	-9,5	-10,8
	GBPUSD	1,1134	-0,5	-0,3	-3,9	-18,3	-8,9
	USDJPY	145,14	0,2	0,3	1,9	30,1	35,5
	EURCZK	24,49	-0,1	-0,3	-0,3	-3,7	-5,0
	EURHUF	423,78	0,3	0,2	6,8	18,1	27,0
Obligacje	PL2Y	7,42	5	-7	76	603	592
	PL5Y	7,53	10	12	113	556	589
	PL10Y	7,38	18	21	136	494	548
	DE2Y	1,86	8	9	55	257	263
	DE5Y	2,05	10	9	51	260	287
	DE10Y	2,19	11	8	49	238	279
	US2Y	4,31	6	10	74	400	288
	US5Y	4,14	8	10	69	312	278
	US10Y	3,89	6	8	56	231	235
Akcje	WIG	46 911,1	-0,8	2,0	-7,5	-35,0	-16,6
	WIG20	1 405,2	-0,9	2,0	-8,4	-40,4	-34,1
	S&P500	3 639,7	-2,8	1,5	-10,5	-17,3	25,8
	NASDAQ100	11 039,5	-3,9	0,6	-12,3	-25,9	45,2
	Shanghai Composite**	2 997,6	-0,9	-0,9	-8,1	-16,0	2,9
	Nikkei**	27 116,1	0,0	4,5	-3,9	-2,0	25,6
	DAX	12 273,0	-1,6	1,3	-6,2	-19,5	2,5
	VIX	31,36	2,8	-0,8	37,6	60,5	54,6
Surowce	Ropa Brent	97,9	3,5	11,1	5,4	18,7	68,8
	Ropa WTI	88,9	0,0	11,2	1,8	13,3	68,9
	Złoto	1702,3	-0,6	1,7	-0,7	-3,2	13,3

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

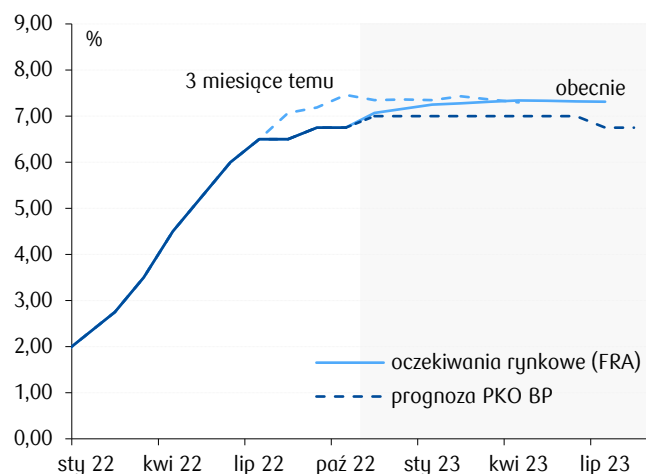
Notowania złotego wobec głównych walut



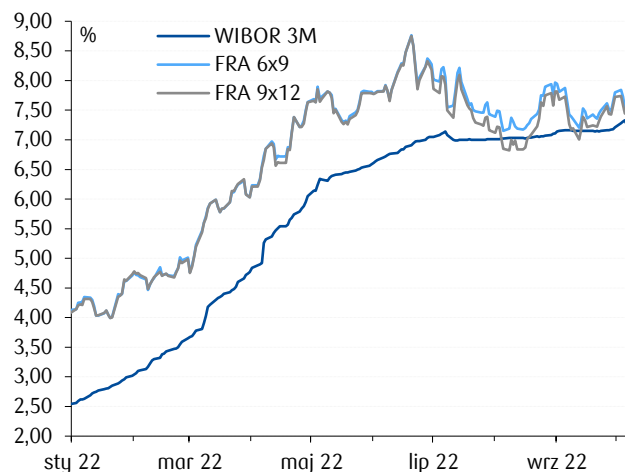
Rentowności polskich obligacji skarbowych



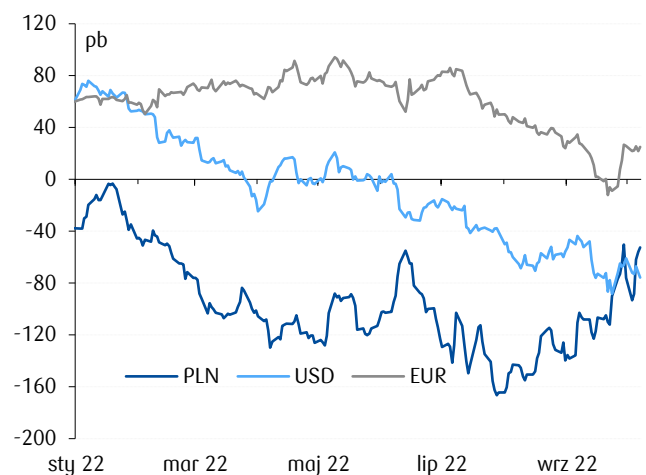
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



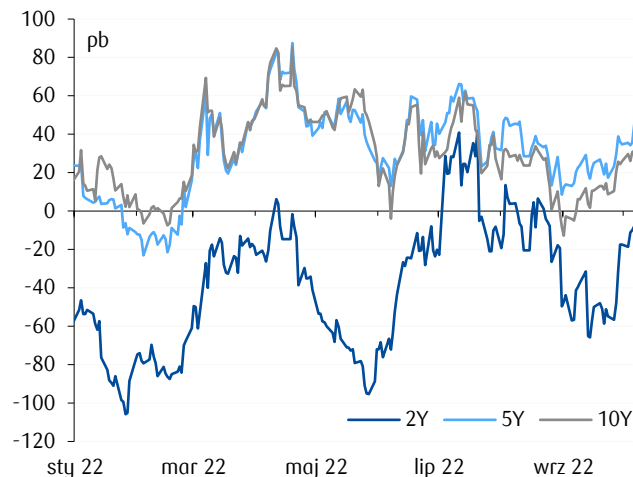
Krótkoterminowe stopy procentowe



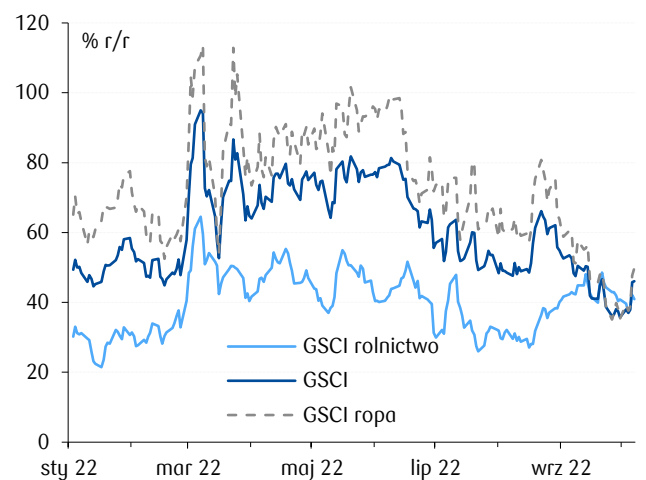
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



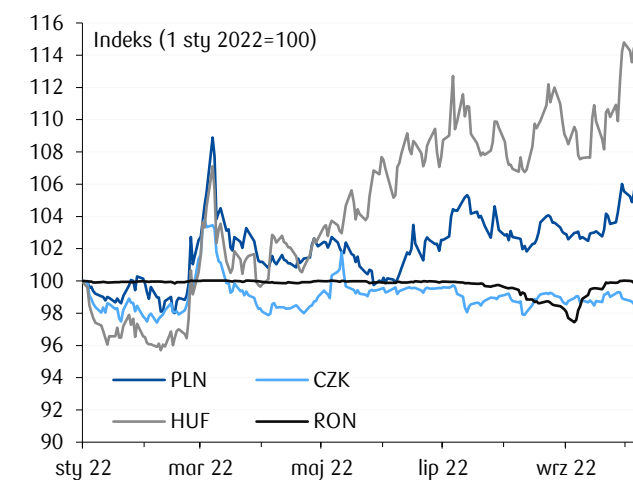
Spread asset swap dla PLN



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.

