



NAJWAŻNIEJSZE DZIŚ

Dziś o 10.00 poznamy drugi odczyt inflacji za czerwiec a wraz z nim szczegóły zmian cen, które pozwolą ocenić siłę procesów dezinflacyjnych (czy jest rozlana, czy też koncentruje się w pojedynczych kategoriach dóbr). Przypominamy, że wg pierwszego odczytu inflacja w czerwcu spadła z 13 do 11,5% r/r, nieco głębiej od konsensusu prognoz (11,7% r/r). Co jednak ważniejsze, odczyt ten sugerował normalizację inflacji bazowej, która wg naszych szacunków wyniosła tylko 0,2% m/m (czyli zaledwie ok. 2,5% r/r po annualizacji).

Na dziś zaplanowano też odczyt salda obrotów bieżących w Polsce w maju: oczekujemy nadwyżki 208 mln EUR, nieco mniej niż konsensus (560 mln EUR) i odczyt kwietniowy (359 mln EUR nadwyżki). Z danych zagranicznych jedyny warty uwagi odczyt to wskaźnik koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan.

WIADOMOŚCI

- **PL-STOPY:** Iwona Duda wyraziła pogląd, że Rada Polityki Pieniężnej przejdzie do obniżek stóp procentowych dopiero jeśli inflacja CPI spadnie do jednocyfrowego poziomu oraz nie będzie wątpliwości, że procesy dezinflacyjne nie tracą na sile. Unikała zarazem odpowiedzi kiedy warunki te zostaną spełnione i wydawała się raczej tonować oczekiwania że stanie się to szybko. *Mimo to podtrzymujemy pogląd, że Rada przejdzie do obniżek już we wrześniu i będzie je kontynuować co miesiąc co najmniej do końca roku (o 25pb na posiedzenie).*
- **PL-BUDŻET:** Sejm przyjął wczoraj kolejną modyfikację reguły wydatkowej ograniczającej możliwość zwiększania wydatków publicznych w budżecie państwa w sytuacji, gdy deficyt przekracza 3% PKB a dług publiczny zbliża się do 60% PKB. Nowa reguła modyfikuje sposób uwzględniania prognoz inflacji oraz wyłącza część wydatków zbrojeniowych. W opinii wiceministra finansów Piotra Patkowskiego zmiany te uwolnią wydatki publiczne w wysokości ok. 2% PKB. *Zmiany reguły wydatkowej były już zapowiadane, więc nie stanowią zaskoczenia dla rynku finansowego. Co więcej, reguła ta była zmieniana już tyle razy, że nie jest już postrzegana jako skuteczny mechanizm stabilizowania finansów publicznych.*
- **CZ-DANE:** W Czechach w czerwcu inflacja CPI spadła do poziomu jednocyfrowego, konkretnie 9,7% r/r. Miesiąc wcześniej wynosiła ona jeszcze 11,1% r/r.

DANE RYNKOWE

Rynek Akcji	Obecnie	1D	1W
Dow Jones	34 395,14	0,14%	1,39%
S&P	4 510,04	0,85%	2,23%
DAX	16 141,03	0,74%	3,94%
WIG20	2 117,53	0,14%	5,32%
WIG	69 740,36	0,10%	5,02%

Rynek FI			
2Y	5,14	-0,13	-0,62
5Y	5,30	-0,08	-0,46
10Y	5,56	-0,05	-0,30
2/10 spread	24	8	28
10Y Bund spread	307	2	-14
5x5 FWD PL	5,01	-0,11	-0,16
5x5 FWD PLN-EU	211	-3	-12

Rynek FX	Fixing		
EUR/PLN	4,4336	-0,0135	-0,0418
USD/PLN	3,9724	-0,0623	-0,1467
EUR/USD	1,1161	0,0139	0,0296
CHF/PLN	4,6028	0,0080	0,0134

Rynek Surowców			
Złoto, USD/oz	1 960,85	5,04	52,22
Srebro, USD/oz	24,69	0,64	2,05
Brent, USD/pb	80,77	0,81	5,25

Źródło: Reuters, Bank Pekao. Dane z godz. 17.10 ostatniego dnia roboczego.

KONTAKTY

Główny Ekonomista Banku:

dr Ernest Pytlarczyk, CFA, tel. +48 727 417 216
ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl

Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych:

dr Piotr Bartkiewicz, CFA, tel. +48 785 936 748
piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl

Kamil Łuczkowski, tel. +48 722 030 863
kamil.luczkowski@pekao.com.pl

dr Karol Pogorzelski
karol.pogorzelski@pekao.com.pl

Aleksandra Beška
aleksandra.beska@pekao.com.pl

@Pekao_Analizy



RYNEK PRACY W DOBREJ FORMIE WE WSZYSTKICH REGIONACH

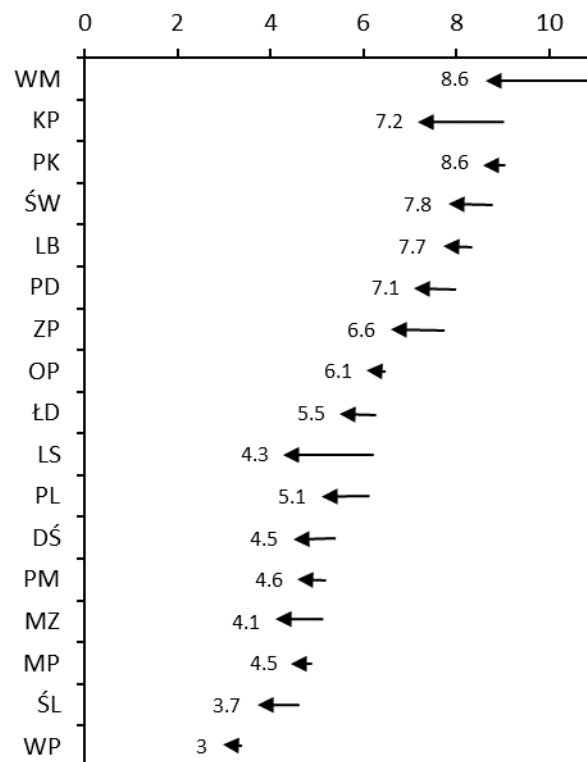
Wczoraj postanowiliśmy przyjrzeć się bardziej wnikliwie polskiemu rynkowi pracy i poszukać symptomów jego ewentualnej słabości w poszczególnych regionach naszego kraju. Nie można bowiem wykluczyć, że względnie stabilna stopa bezrobocia z jaką mamy do czynienia w Polsce kryje w sobie silną dywergencję na regionalnych rynkach pracy. A nie widzimy tego, bo „silne” regiony maskują pogarszającą się sytuację w regionach „słabych”. Powodem takiej dywergencji mógłby być chociażby [silny wzrost płacy minimalnej](#) w ostatnich latach, o którym wiadomo że na te pierwsze oddziałuje mniej niż na te ostatnie. Sprawdziliśmy więc w Banku Danych Lokalnych GUS, czy tak jest rzeczywiście.

Wyniki naszej kwerendy nie dają jednak podstaw do większego niepokoju. Wprawdzie sytuacja na rynkach pracy w poszczególnych regionach jest bardzo zróżnicowana, ale trudno nam wskazać takie w których bezrobocie wykazywało wzrostową tendencję. Wręcz przeciwnie, w regionach, w których jest ono najwyższe (Warmińsko-Mazurskie, Kujawsko-Pomorskie) spada też wyraźnie szybciej niż w regionach, gdzie bezrobocie jest najniższe (Wielkopolska, Małopolska, Śląskie). Zróżnicowanie stopy bezrobocia w Polsce stopniowo się zmniejsza, co sugeruje umiarkowaną konwergencję poszczególnych regionów do siebie.

Niektóre regiony poprawiają swoją sytuację szybciej niż inne. Najlepszym tego przykładem jest województwo Lubuskie, które zdołało między 2019 a 2023 zdołało obniżyć stopę bezrobocia o 1 pkt proc. i dołączyło do grona województw o najsilniejszym rynku pracy w Polsce. Na wyróżnienie pod tym względem zasługują też wspomniane już Warmińsko-Mazurskie i Kujawsko-Pomorskie zdołały znacząco zmniejszyć dystans swoich rynków pracy do średniej. Na przeciwnym biegunie znajduje się Podkarpacie i Lubelszczyzna, w których bezrobocie było wysokie i nie zmniejsza się w zauważalny sposób.

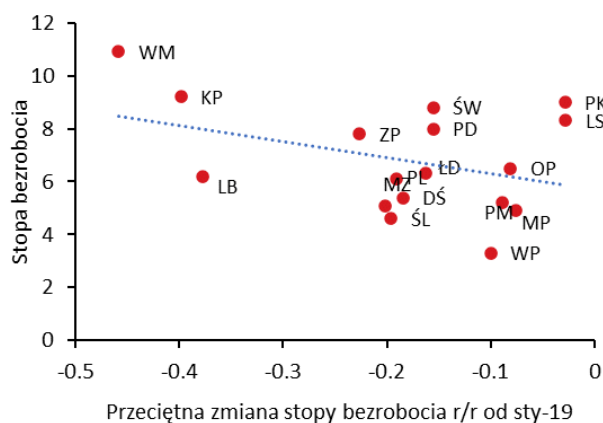
Podsumowując, gdzie nie spojrzeć nie widać większych słabości polskiego rynku pracy.. Bezrobocie jest względnie niskie i stabilne, a tempo wzrostu płac zaskakiwało w ostatnich miesiącach in plus. Także sytuacja na regionalnych rynkach pracy nie daje podstaw do niepokoju, choć dalszy planowany wzrost płacy minimalnej jest czynnikiem ryzyka (będziemy monitorować ten temat). Tak czy inaczej – silny rynek pracy zapobiega pogłębianiu się recesji w Polsce, ale nie generuje też impulsów deflacyjnych.

Stopa bezrobocia w maju 2023 wg regionów oraz jej zmiany od stycznia 2019 (długość strzałki)



Źródło: GUS, opracowanie Analizy Pekao

Regiony o najwyższej stopie bezrobocia najszybciej ją redukowały od czasu pandemii



Źródło: GUS, opracowanie Analizy Pekao





KOMENTARZ RYNKOWY

■ **RYNKI BAZOWE:** Obligacje dalej w cenie, ale głównie te z długiego końca. Ma to oczywiście sens przy spadającej inflacji i jastrzębich bankach centralnych, bowiem mniejsza uporczywość inflacji sugeruje mniejszy problem z nią w przyszłości i tym samym większą przestrzeń do normalizacji polityki pieniężnej w średnim okresie (w krótkim – to co innego, tu banki centralne zrobią to, co zapowiadają). Jednocześnie, kontynuowany był trend spadkowy dolara, który praktycznie bez żadnego przystanku sprowadził EUR-USD powyżej 1,12, łamiąc tym samym ważne poziomy oporu i kończąc kilkuletni trend spadkowy (korekta jest teraz zbyt głęboka). Zachowanie dolara nas zaskoczyło – od pewnego czasu mamy przekonanie, że powinien być mocniejszy słabością innych walut G7, w szczególności euro, ale punkt zwrotny tutaj systematycznie się oddala. W krótkim okresie w centrum uwagi jest w dalszym ciągu relatywnie gołębie podejście Fed i relatywnie dobre dane o inflacji. Wciąż uważamy, że nastąpi zmiana percepcji strefy euro i że przejście przez EBC do cyklu obniżek będzie negatywne dla euro i pozytywne dla dolara, ale nie jest to temat na dziś, tylko na końcówkę roku. Do tego czasu EUR-USD może jeszcze pokonać kilka figur. Dziś nic nie będzie dolarowi przeszkadzać w tym ruchu, bo kalendarz jest zasadniczo pusty. Jediną publikacją są dane na temat koniunktury konsumenckiej i oczekiwań gospodarstw domowych z USA za lipiec (z Uniwersytetu Michigan).

■ **PL FX/FI:** Ponieważ najbardziej ekscytujące rzeczy dzieją się na USD-PLN (spadek poniżej 4,00 z uwagi na zachowanie EUR-USD), EUR-PLN znalazł się w cieniu. W cieniu zaś mamy... deprecjację złotego i delikatny kanał wzrostowy. Obligacje z kolei podążają za benchmarkami z rynków bazowych i, jak wspominaliśmy wcześniej, w wielu punktach krzywej w tym tygodniu zanotowaliśmy przełom i nowe cykliczne minima. Ma to oczywiście swoje przełożenie na bardziej agresywne scenariusze dotyczące RPP wycenione przez rynek. Dzisiaj zapełnia się kalendarz krajowych publikacji i obydwie mają potencjalnie spore znaczenie dla rynku. Inflacji CPI (finalne dane) nie musimy przedstawiać, dzisiaj dowiemy się, dlaczego inflacja bazowa spadła w czerwcu. Z kolei bilans płatniczy będzie interesujący z uwagi na to, że tempo poprawy salda handlowego i salda obrotów bieżących spadło (tym samym podkopując jeden z fundamentów siły złotego). Czy dane majowe to potwierdzą?



KALENDARZ

Czas	Kraj	Wskaźnik	Okres	Odczyt	Pekao prognoza	Konsensus	Poprzednie
poniedziałek, 10 lip 23							
3:30	CN	CPI (% r/r)	Cze	0,0		0,2	0,2
3:30	CN	PPI (% r/r)	Cze	-5,4		-5,0	-4,6
wtorek, 11 lip 23							
8:00	UK	Stopa bezrobocia (%)	Maj	4,0		3,8	3,8
11:00	DE	Indeks ZEW (pkt.)	Lip	-14,7		-10,0	-8,5
środa, 12 lip 23							
14:30	US	CPI (% m/m)	Cze	0,2		0,3	0,1
16:00	CA	Decyzja BoC (%)	Maj	5,00		5,00	4,75
20:00	US	Beżowa księga					
czwartek, 13 lip 23							
09:00	CZ	CPI (% r/r)	Cze	9,7		9,8	11,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,2		0,5	1,0
14:30	US	PPI (% m/m)	Cze	0,1		0,2	-0,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	tydzień	237		250	249
piątek, 14 lip 23							
10:00	PL	CPI (finalny, % r/r)	Cze		11,5	11,5	13,0
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Maj		208	560	359
16:00	US	Wskaźnik koniunktury konsumenckiej U. Michigan (pkt.)	Lip			64,8	64,4



NOTA PRAWNA

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkodę powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obciążone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. i jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, jak również Pekao S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikację nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanymi przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikację nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikację, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Analiza i ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w tym fundamentalnej, rynkowej, porównawczej i technicznej. Analiza fundamentalna bazuje na założeniu, iż otoczenie ekonomiczne i finansowe ma istotny wpływ na wycenę instrumentów finansowych i oczekiwania co do kierunków zmian w przyszłości. Zaletą tej metody jest oparcie analizy o czynniki obiektywne, w tym wskaźniki makroekonomiczne. Główną słabością może być wpływ krótkoterminowych tendencji rynkowych wywołanych czynnikami poza fundamentalnymi. Metoda rynkowa uwzględnia m.in. takie elementy jak postrzeganie sytuacji rynkowej przez inwestorów oraz bieżące zmiany w relacji popytu i podaży. Jej wadą jest duża subiektywność oraz brak dostępu do aktualnych danych. Metoda porównawcza opiera się na analizie zależności między klasami aktywów czy poszczególnymi instrumentami w celu identyfikacji krótkoterminowych odchyłań od historycznych zależności, co wspiera ocenę płynącą z zastosowania metody fundamentalnej. Wadą tego podejścia może być zbyt daleko idące uproszczenie w postaci bazowania na trendach z przeszłości. Metoda techniczna pozwala oszacować trendy w krótkim terminie, opierając się na analizie zachowania parametrów rynkowych związanych z instrumentami finansowymi w przeszłości. Słabą stroną podejścia jest bazowanie na historii, która nie musi się powtórzyć oraz brak odporności na bieżące zmiany w otoczeniu ekonomicznym.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowo-transakcyjne oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.