

Strefa euro uniknie recesji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Opublikowane wczoraj dane z USA sugerują, że wzrost gospodarczy jest wciąż silny, a dezinflacja postępuje, co jest równoznaczne ze scenariuszem miękkiego lądowania. W rezultacie, indeksy giełdowe kontynuowały wczoraj wzrosty, ale w mniejszej skali niż po wtorkowej publikacji amerykańskiej inflacji CPI. Rentowności amerykańskich obligacji rosły, oddając część wtorkowego spadku. Notowania dolara były stabilne – kurs EURUSD pozostał powyżej 1,085. Złoty kontynuował trend aprecjacyjny – kurs EURPLN po rozpoczętych we wtorek próbach przełamał barierę 4,40, a w trakcie dnia przejściowo znalazł się nawet poniżej 4,39, po raz pierwszy od połowy 2020. W ślad za ruchem na rynkach bazowych rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły.
- Dzisiaj w centrum zainteresowania rynków znajdują się dane o produkcji przemysłowej w USA za październik oraz cotygodniowy raport z amerykańskiego rynku pracy. Oczekiwania analityków wskazują na niewielki spadek produkcji w amerykańskim przemyśle w minionym miesiącu. Z kolei dane o wnioskach mogą pokazać lekki wzrost liczby osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych na początku listopada, sygnalizujący schłodzenie znajdującego się wciąż w dobrej kondycji rynku pracy. W sytuacji kiedy rynek weryfikuje oczekiwania odnośnie do ścieżki stóp procentowych w USA, warto będzie słuchać wystąpień przedstawicieli FOMC – L.Mester, J.Williamsa i M.Barra.
- W kraju opublikowane zostaną dane o inflacji bazowej w październiku. Dysponując szczegółowymi danymi CPI, szacujemy, że ceny w kategoriach bazowych wzrosły o 0,6% m/m i podtrzymujemy nasz szacunek inflacji bez cen żywności i energii na poziomie 8,0% r/r.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Inflacja CPI w październiku obniżyła się do 6,6% r/r z 8,2% r/r we wrześniu, tym samym okazała się nieznacznie wyższa niż wskazał szybki szacunek GUS (6,5% r/r). Rewizja wynikała przede wszystkim z nieco wyższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. W porównaniu do września ceny były średnio o 0,3% wyższe, a ich wzrost w ujęciu miesięcznym

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

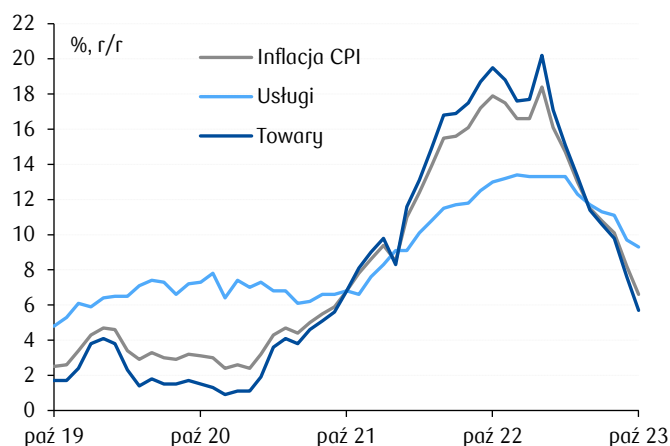
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

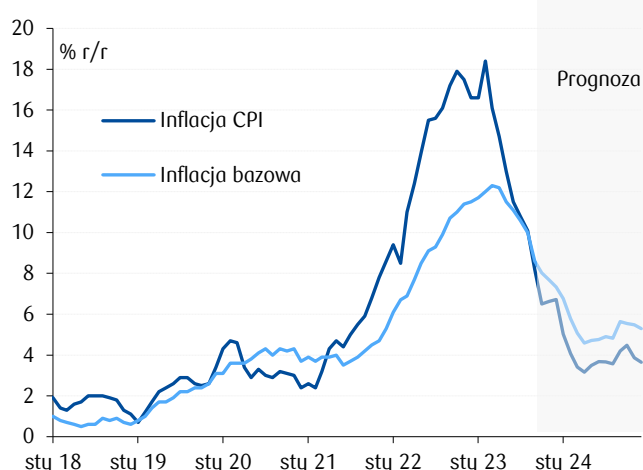
	Wartość 2023-11-15	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3935	-0,2
USDPLN	4,0436	-0,5
CHFPLN	4,5628	0,2
GBPPLN	5,0287	-0,5
EURUSD	1,0866	0,3
Obligacje:		
PL2Y	5,38	2
PL5Y	5,41	3
PL10Y	5,61	1
DE10Y	2,63	3
US10Y	4,55	10
Indeksy akcyjne:		
WIG	73 688,5	-0,7
DAX	15 748,2	0,9
S&P500	4 502,9	0,2
Nikkei**	33 405,3	-0,3
Shanghai Comp.**	3 060,4	-0,4
Surowce:		
Złoto	1958,40	-0,5
Ropa Brent	81,18	-1,6

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 CPI w Polsce podziale na towary i usługi



Inflacja CPI i inflacja bazowa



Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

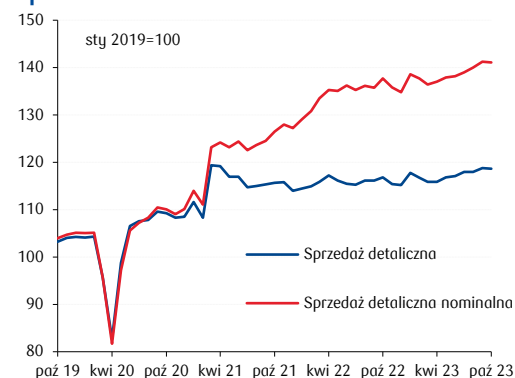
odnotowano po raz pierwszy od kwietnia. Październik był ostatnim w tym roku miesiącem przynoszącym zauważalny spadek inflacji CPI. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Ostatnie podrygi silnej dezinflacji](#).

- EU: Komisja Europejska w jesiennej aktualizacji prognoz zrewidowała w dół oczekiwania dotyczące PKB w strefie euro.** W 2023 wzrost PKB ma wynieść 0,6%, by przyspieszyć do 1,2% w 2024 i 1,6% w 2025. Korekta prognozy na 2023 (o 0,2pp w dół względem letniej projekcji) wynika m.in. z silniejszej reakcji na zacieśnienie polityki pieniężnej oraz ze słabszego popytu zagranicznego. **Strefa euro i jej największe gospodarki unikną jednak recesji, a wzrost gospodarczy powróci jeszcze w tym roku** dzięki obniżającej się inflacji i silnemu rynkowi pracy. Wyzwaniem pozostanie natomiast sytuacja w otoczeniu strefy euro. KE spodziewa się w przyszłym roku spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego do 2,9% r/r z 3,1% r/r w 2023 przy spadku dynamiki we wszystkich największych gospodarkach (USA, Chiny, Japonia, Wielka Brytania). Wzrost gospodarczy powinien natomiast przyspieszyć w całej UE, w tym w Polsce (z 0,4% w 2023 do 2,7% i 3,2% w 2024 i 2025), a także w Czechach i na Węgrzech.

Według KE inflacja CPI w strefie euro spowolni z 5,6% w 2023 do 3,2% w 2024 i 2,2% w 2025. Szacunki w zakresie inflacji są zbliżone do prognoz EBC. Nieco wyższa ma być natomiast inflacja w całej UE (6,5% w 2023, 3,5% w 2024 i 2,4% w 2025). Komisja Europejska oczekuje, że inflacja HICP w Polsce spadnie z 11,1% w 2023 do 6,2% w 2024 oraz 3,8% w 2025. Według Komisji, w 2024 inflacja w Polsce będzie najwyższa ze wszystkich państw UE. Prognoza ta została jednak sporządzona przyjmując najmniej korzystny scenariusz dotyczący cen energii i żywności, czyli przy założeniu zaprzestania działań osłonowych z końcem 2023.

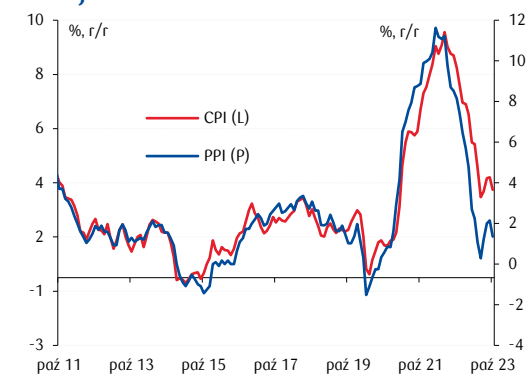
- USA: Sprzedaż detaliczna w USA obniżyła się w październiku, ale jej spadek był słabszy niż oczekiwano i wyniósł 0,1% m/m (kons. -0,3% m/m).** Dane za wrzesień zostały zrewidowane w górę o 0,2pp do +0,9%. **Odporność amerykańskiego sektora konsumenckiego na podwyższoną inflację i koszty kredytu oraz schłodzenie popytu na rynku pracy zaskakuje i zapowiada dość dobry początek 4q23.** Sprzedaż po wyłączeniu samochodów i paliw wzrosła o 0,1% m/m, a sprzedaż w grupie kontrolnej, która jest używana do obliczania PKB (i nie obejmuje usług gastronomicznych, dealerów samochodowych, sklepów z materiałami budowlanymi i stacji benzynowych) zwiększyła się o 0,2% m/m.
- USA: Dane o PPI to kolejna pozytywna niespodzianka inflacyjna z USA. Ceny uzyskiwane przez amerykańskich producentów nieoczekiwanie spadły w październiku i to w tempie największym od kwietnia 2020 (-0,5% m/m).** Spadek w ok. 80% wynikał ze sporych obniżek cen paliw (ponad 15% m/m), ale niewielka była też presja cenowa w pozostałych kategoriach. Tak zwany bazowy PPI (bez cen żywności i paliw) nie zmienił się względem września (0% m/m), a w ujęciu r/r był najniższy od początku 2021 (2,4% r/r).
- EUR: Spadek produkcji przemysłowej w strefie euro we wrześniu był nieco głębszy niż oczekiwano i wyniósł 6,9% r/r (kons.: -6,4% r/r).** Europejski przemysł w dalszym ciągu mierzy się ze wzrostem kosztów w branżach energochłonnych i spadkiem popytu zagranicznego. Najbardziej skurczyła się produkcja dóbr kapitałowych i konsumpcyjnych trwałych, relatywnie lepiej radzili sobie producenci dóbr konsumpcyjnych nietrwałych i dóbr pośrednich, a także branża energetyczna. W całej UE spadek produkcji był mniejszy niż w strefie euro i wyniósł 6,1% r/r. Wzrosty produkcji r/r obserwowaliśmy jedynie w Danii, Grecji, Chorwacji i na Malcie, relatywnie dobrze radził sobie również przemysł Francji (0% r/r) i Polski (-0,9% r/r).
- POL: NBP opublikował [harmonogram](#) posiedzeń RPP na 2024 - podtrzymano dwudniowy system obrad** przywrócony w 2023. Pierwsze posiedzenie RPP

Sprzedaż detaliczna w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja w USA



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

w 2024 zaplanowano na 8-9 stycznia. NBP podał także terminy publikacji opisów dyskusji RPP.

- **POL: C.Kochalski (RPP) dopuszcza możliwość, że stopy pozostaną na obecnym poziomie (referencyjna 5,75%) przez cały przyszły rok.** Podkreślił jednak, że nie zapowiada, iż tak się stanie, a wiele będzie zależało od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Członek RPP wskazał na wysoką niepewność w jakiej funkcjonuje obecnie Rada. Podkreślił, że w listopadowej projekcji, przy założeniu niezmiennych stóp, cel inflacyjny zostanie osiągnięty dopiero w połowie 2025. Jego zdaniem nie jest to scenariusz przemawiający za dalszymi obniżkami stóp procentowych. C.Kochalski przekonywał, że nie nastąpiła zmiana funkcji reakcji RPP, chociaż sam jeszcze niedawno rozważałby kolejną obniżkę stóp. Zmienił jednak zdanie, ze względu na spadek ryzyka realizacji w Polsce scenariusza recesyjnego.
- **POL: Według doniesień Bloomberg Polska ma jeszcze w tym roku otrzymać pierwsze środki w ramach KPO.** W pierwszej kolejności do naszego kraju miałyby trafić 550 mln EUR zaliczki w ramach programu na rzecz transformacji energetycznej REPowerEU, który nie jest obwarowany spełnianiem tzw. „kamieni milowych”. Tymczasem Minister funduszy i polityki regionalnej G.Puda poinformował, że Polska z tej samej części KPO otrzyma aż 5 mld EUR zaliczki, które zostaną wypłacone w dwóch transzach. Takie rozwiązanie dla Polski Komisja Europejska miałaby zarekomendować w przyszłym tygodniu.
- **EUR: Nadwyżka handlowa strefy euro wyniosła we wrześniu 9,2 mld EUR (sa) i nieco skurczyła się względem sierpnia (11,1 mld EUR).** Dodatkowo saldo jest efektem silniejszego spadku importu niż eksportu. W całej UE obserwujemy podobne tendencje, przy czym w państwach UE poza strefą euro dynamiki eksportu były przeciętnie wyższe niż w strefie euro, a spadki importu głębsze.

Harmonogram posiedzeń RPP w 2024

miesiąc	posiedzenia decyzyjne dwudniowe
styczeń	8-9 (poniedziałek-wtorek)
luty	6-7 (wtorek-środa)
marzec	5-6 (wtorek-środa)
kwiecień	3-4 (środa-czwartek)
maj	8-9 (środa-czwartek)
czerwiec	4-5 (wtorek-środa)
lipiec	2-3 (wtorek-środa)
wrzesień	3-4 (wtorek-środa)
październik	1-2 (wtorek-środa)
listopad	5-6 (wtorek-środa)
grudzień	3-4 (wtorek-środa)

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 listopada						
HUN: Inflacja CPI (paź)	8:30	% r/r	12,2	10,4	--	9,9
CZ: Inflacja CPI (paź)	9:00	% r/r	6,9	8,4	--	8,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	63,8	63,5	--	60,4
POL: Decyzja Fitch w sprawie ratingu	22:00	--	A- (stabilna)	--	A- (stabilna)	A-
Poniedziałek, 13 listopada						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz)	14:00	młn EUR	-299	125	-327	394
POL: Eksport (wrz)	14:00	% r/r	-2,3	-3,7	-3,3	-4,3
POL: Import (wrz)	14:00	% r/r	-11,9	-13,9	-11,6	-14,8
Wtorek, 14 listopada						
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	-0,6	0,4	0,6	0,4
GER: Indeks instytutu ZEW (lis)	11:00	pkt.	-1,1	2,5	--	9,8
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,5	0,1	--	0,1
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	1,3	--	--	1,4
USA: Inflacja CPI (paź)	14:30	% r/r	3,7	3,3	--	3,2
USA: Inflacja bazowa (paź)	14:30	% r/r	4,1	4,1	--	4,0
Środa, 15 listopada						
POL: Inflacja CPI (paź, rew.)	10:00	% r/r	8,2	6,5	6,5	6,6
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz)	11:00	% r/r	-5,1	-6,4	--	-6,9
EUR: Bilans handlowy (wrz)	11:00	mld	11,1	12,3	--	9,2
USA: Sprzedaż detaliczna (paź)	14:30	% m/m	0,9	-0,4	--	-0,1
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (paź)	14:30	%, m/m	0,6	-0,2	--	0,1
USA: Inflacja PPI (paź)	14:30	% r/r	2,2	1,9	--	1,3
Czwartek, 16 listopada						
POL: Inflacja bazowa (paź)	14:00	% r/r	8,4	7,9	8,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	217	222	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (paź)	15:15	% m/m	0,3	-0,3	--	--
Piątek, 17 listopada						
EUR: Inflacja HICP (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,3	2,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,5	4,2	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paź)	14:30	młn	1,473	1,450	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (paź)	14:30	młn	1,358	1,350	--	--

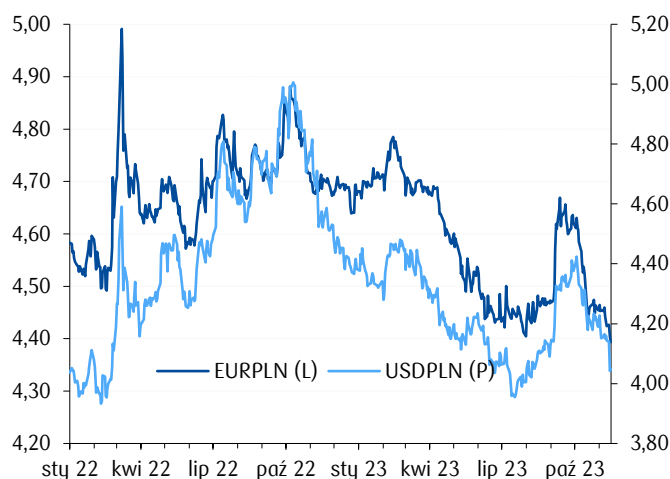
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-11-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3935	-0,2	-1,1	-1,1	-6,5	-2,0
	USDPLN	4,0436	-0,5	-2,6	-4,1	-10,5	6,1
	CHFPLN	4,5628	0,2	-1,2	-2,8	-4,8	9,9
	GBPPLN	5,0287	-0,5	-1,4	-2,0	-6,6	-0,1
	EURUSD	1,0866	0,3	1,5	3,1	4,4	-7,6
	EURCHF	0,9630	-0,4	0,1	1,8	-1,8	-10,8
	GBPUSD	1,2444	-0,1	1,3	2,4	4,6	-5,7
	USDJPY	150,91	0,1	0,0	0,8	8,3	42,9
	EURCZK	24,49	0,1	-0,5	-0,9	0,4	-7,4
	EURHUF	376,20	0,1	-0,7	-2,1	-8,5	5,9
Obligacje	PL2Y	5,38	2	13	12	-176	533
	PL5Y	5,41	3	16	-3	-186	496
	PL10Y	5,61	1	13	-17	-143	434
	DE2Y	3,01	-6	-6	-24	89	373
	DE5Y	2,58	2	1	-26	60	328
	DE10Y	2,63	3	2	-29	63	314
	US2Y	4,92	10	-1	-29	56	474
	US5Y	4,53	11	1	-39	68	407
	US10Y	4,55	10	3	-36	85	357
Akcje	WIG	73 688,5	-0,7	3,0	4,6	32,5	43,7
	WIG20	2 218,6	-0,8	3,7	5,9	27,4	24,7
	S&P500	4 502,9	0,2	2,7	4,4	13,7	26,0
	NASDAQ100	15 817,2	0,0	3,3	6,1	35,2	33,0
	Shanghai Composite**	3 060,4	-0,4	0,3	0,1	-1,9	-8,4
	Nikkei**	33 399,7	-0,4	3,8	4,2	19,2	31,8
	DAX	15 748,2	0,9	3,4	4,3	10,6	19,2
	VIX	15,35	-2,5	-4,3	-21,7	-38,7	-38,5
Surowce	Ropa Brent	81,2	-1,6	2,1	-11,3	-12,6	85,3
	Ropa WTI	77,3	-2,0	1,8	-12,5	-9,7	87,2
	Złoto	1958,4	-0,5	0,0	0,9	10,3	5,0

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

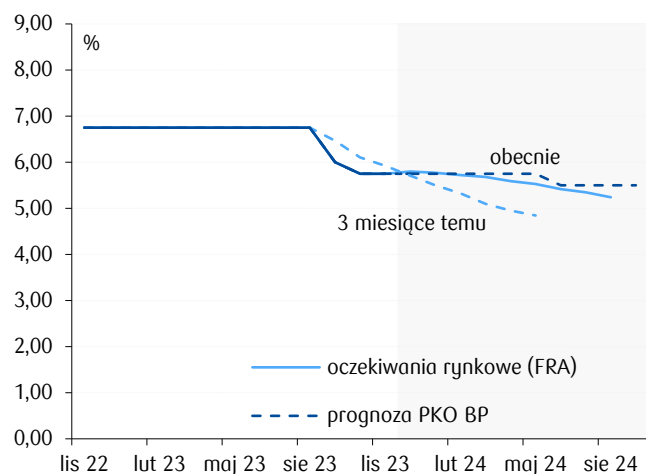
Notowania złotego wobec głównych walut



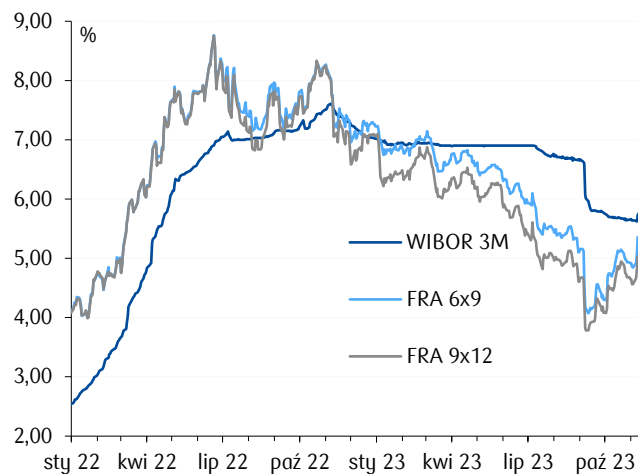
Rentowności polskich obligacji skarbowych



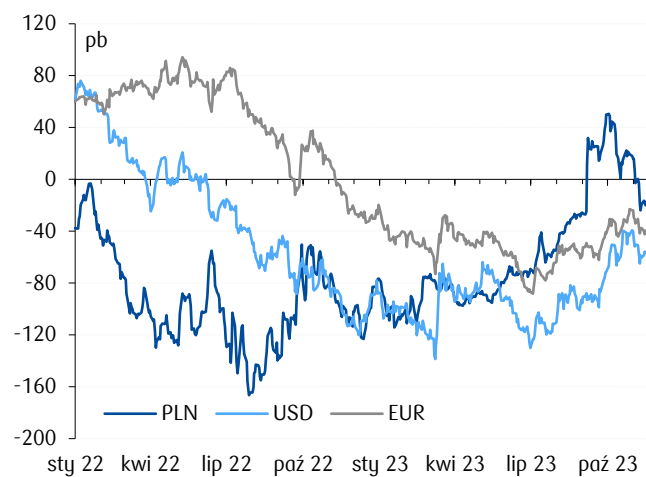
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



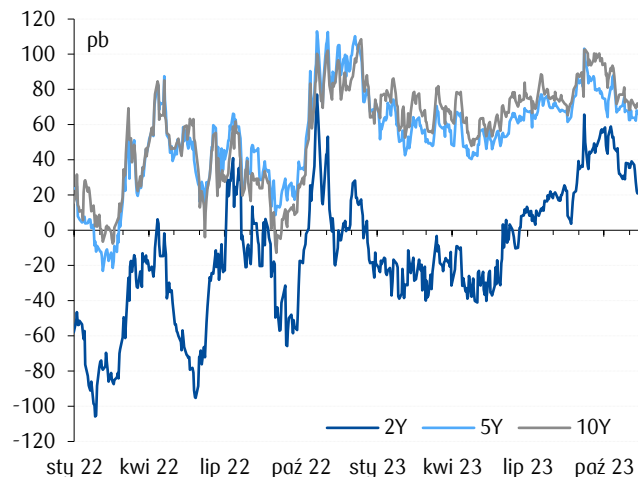
Krótkoterminowe stopy procentowe



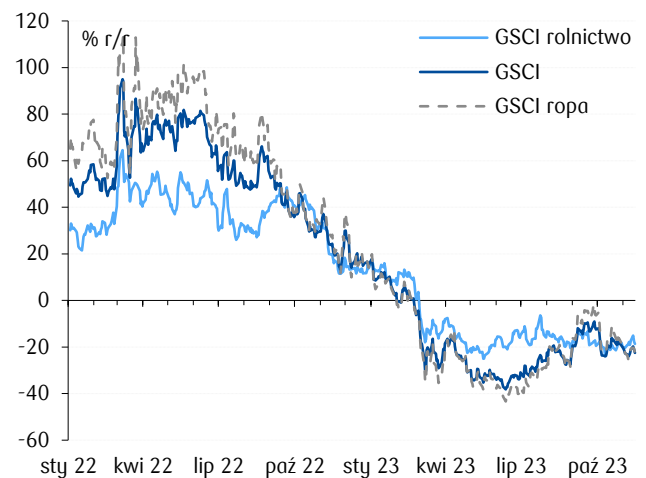
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



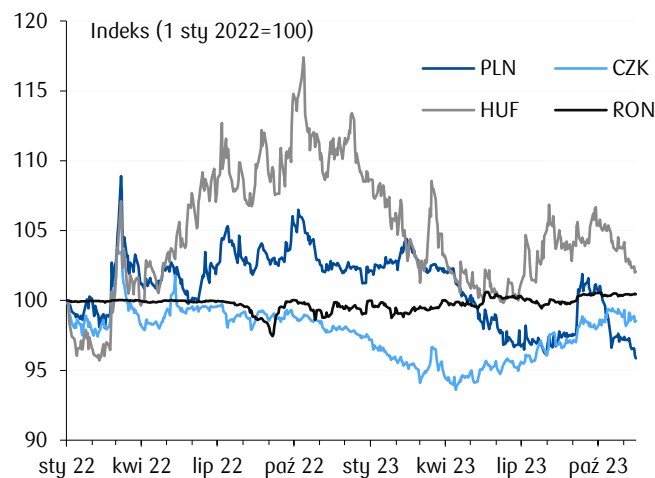
Spread asset swap dla PLN



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.

