

Trudny początek czwartego kwartału

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje inwestycyjne poprawiały się wczoraj w oczekiwaniu na *minutes* z posiedzenia FOMC w listopadzie i w reakcji na treść tego dokumentu, potwierdzającego zmniejszenie skali podwyżek od grudnia. Dobre nastroje były wspierane przez nieznaczne obniżenie krótkoterminowych oczekiwań inflacyjnych konsumentów w USA. Rentowności obligacji amerykańskich kontynuowały spadki, a dolar osłabiał się w reakcji na słabszy niż ожидалось odczyt PMI oraz większy od oczekiwań wzrost liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Ceny ropy obniżyły się po doniesieniach, że Unia Europejska może wprowadzić limit na ceny rosyjskiej ropy w przedziale 65-75 USD/bbl. Słabe dane o krajowej sprzedaży detalicznej przyczyniły się do dalszego spadku stawek FRA i IRS oraz rentowności obligacji. W ślad za wzrostem EURUSD, złoty umacniał się. EURPLN obniżył się nieznacznie do 4,70, a USDPLN dużo wyraźniej, z 4,57 wczoraj na początku sesji do 4,50 dziś rano.
- Święto Dziękczynienia w USA oznacza, że nie będzie dziś danych makro z oceanu (z tego powodu skumulowaną dawkę danych poznaliśmy wczoraj i opisujemy dziś), a globalne rynki będą mniej aktywne niż zwykle.
- Wśród danych makro w Europie istotny będzie tylko niemiecki indeks Ifo za listopad. Oczekiwany nieznaczny wzrost tego wskaźnika potwierdziłby obraz wyłaniający się z wczorajszego odczytu PMI - nadchodzi recesja, ale nieco łagodniejsza niż sądzono.
- Riksbank podwyższy dziś stopy procentowe (wskazują na to prognozy samego szwedzkiego banku centralnego), choć w mniejszej niż ostatnio skali: o 75pb wobec 100pb we wrześniu.
- W kraju poznamy następną część dużej porcji danych publikowanych w tym tygodniu. Wskaźniki koniunktury konsumenckiej za listopad prawdopodobnie pokażą dalsze pogorszenie nastrojów ze względu na spadek realnych dochodów oraz obawy o wzrost bezrobocia. Statystyki pieniężne za październik pokażą wg naszego szacunku spowolnienie dynamiki podaży pieniądza M3 do 7,5% r/r z 7,7% r/r we wrześniu, przy spadku depozytów bieżących i kontynuacji wzrostu depozytów terminowych. Dane wpiszą się w obraz osłabienia aktywności gospodarczej na początku 4q22.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

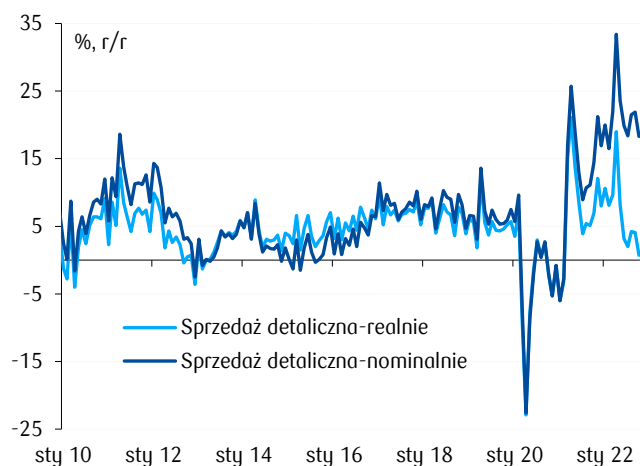
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-11-23	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,7023	-0,1
USDPLN	4,5326	-1,0
CHFPLN	4,8095	0,1
GBPPLN	5,4524	0,5
EURUSD	1,0375	0,9
Obligacje:		
PL2Y	7,11	0
PL5Y	7,10	-2
PL10Y	6,84	-4
DE10Y	1,92	-6
US10Y	3,71	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	55 119,0	-0,1
DAX	14 427,6	0,0
S&P500	4 027,3	0,6
Nikkei**	28 383,1	1,0
Shanghai Comp.**	3 088,0	-0,3
Surowce:		
Złoto	1739,85	-0,3
Ropa Brent	85,49	-3,4

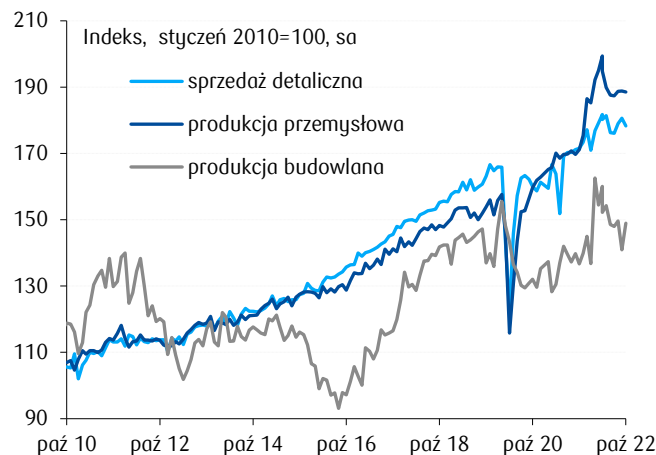
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dynamika sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

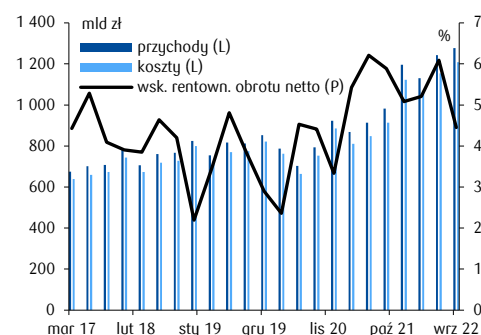
Aktywność w gospodarce w danych miesięcznych



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

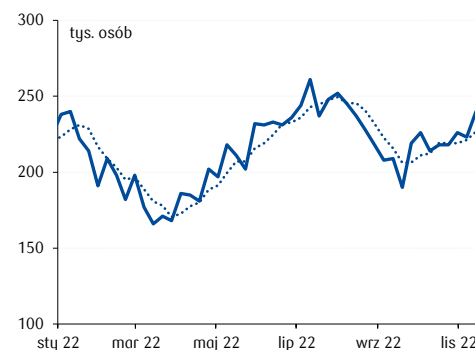
- **POL:** Wzrost sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) w październiku zaskoczył negatywnie obniżając się do 0,7% r/r z 4,1% r/r we wrześniu. Hamowanie sprzedaży było widoczne również w ujęciu nominalnym (do 18,3% r/r po dwóch miesiącach 20%+). Podobnie jak w poprzednich miesiącach sprzedaż realnie rosła tylko w kategoriach „podstawowych”. Więcej w Makro Flashu: „[Sprzedaż pod presją](#)”.
- **POL:** Produkcja budowlano-montażowa w październiku wzrosła o 3,9% r/r wobec 0,3% r/r we wrześniu. Na spadkowy trend średnioterminowy jasno wskazuje jednak załamanie liczby pozwoleń i rozpoczętych budów. Na odbicie w budownictwie będzie trzeba poczekać do odwrócenia cyklu w inwestycjach publicznych, napływu środków z UE i spadku stóp NBP.
- **POL:** W 3q22 wynik firm niefinansowych (zatrudniających więcej niż 49 osób) pogorszył się – przychody wzrosły wolniej niż koszty (o odpowiednio 30,0% r/r i 32,2% r/r). Wynik finansowy netto osiągnął poziom 56,8 mld zł, malejąc w ujęciu rocznym (po raz pierwszy od 2q20), o 1,7%. Więcej w Makro Flashu: „[Wyniki firm w 3q22 uległy pogorszeniu](#)”.
- **GER:** Wstępny PMI w przetwórstwie za listopad zaskoczył *in plus* i wzrósł do 46,7 pkt z 45,1 pkt. w październiku. Z kolei PMI w sektorze usługowym spadł do 46,4 pkt z 46,5 pkt. Aktywność w niemieckiej gospodarce obniżała się, ale nieco wolniej niż w październiku. Nadal dość silny spadek dotyczył napływu nowych zamówień w przetwórstwie, w związku z czym przyspieszyła realizacja zamówień zaległych, wspierana przez nieco wyższy wzrost zatrudnienia. Niemiecki rynek pracy pozostaje zatem mocny. Dynamika kosztów komponentów w przetwórstwie była najniższa od prawie 2 lat, w warunkach większej dostępności materiałów. Nieznaczne osłabienie presji kosztowej było widoczne w usługach, choć dynamika kosztów utrzymuje się na historycznie wysokich poziomach. Perspektywy dla niemieckiej gospodarki pozostają pesymistyczne za sprawą utrzymującego się spadku popytu i wysokiej inflacji, choć pewna poprawa ocen przedsiębiorstw w tym zakresie wskazuje, że nadchodząca recesja może być nieco łagodniejsza niż wcześniej sądzono.
- **EUR:** PMI w przetwórstwie w listopadzie wzrósł do 47,3 pkt. z 46,4 pkt., natomiast w sektorze usługowym pozostał bez zmian względem października (48,6 pkt.). Spadek produkcji w przetwórstwie wyhamował, choć odczyt był nadal jednym z najgorszych w ciągu ostatniej dekady (jeśli nie liczyć okresu pandemii). W sektorze usług obniżenie aktywności po raz pierwszy od lutego 2021 odnotowano we Francji. Spadek nowych zamówień wiązał się ze spowolnieniem dynamiki zatrudnienia, w szczególności we Francji (w przeciwieństwie do Niemiec gdzie odnotowano przyspieszenie). Słabnięcie presji cenowej widoczne było zarówno w spowolnieniu wzrostu kosztów komponentów (do najniższego poziomu od września 2021), jak i w wolniejszym wzroście cen sprzedaży. W niewielkim stopniu poprawiły się oceny perspektyw na nadchodzący rok, które pozostają jednak słabe.
- **UK:** Wstępny PMI za listopad w przetwórstwie i usługach wyniósł odpowiednio 46,2 pkt. i 48,8 pkt. (oba odczyty bez zmian wobec października, podczas gdy oczekiwano spadków). Nowe zamówienia spadły najmocniej od 2 lat, do czego przyczynił się w szczególności najgłębszy od maja 2020 spadek zamówień zagranicznych w przetwórstwie. W tym kontekście wiele przedsiębiorstw raportowało problemy wynikające z ograniczeń będących konsekwencją Brexitu. Wzrost cen finalnych był najniższy od ponad roku. Oczekiwania na kolejny rok odbiły z najniższego od 30 miesięcy poziomu odnotowanego w październiku, ze względu na spadek niepewności związanej z sytuacją polityczną w Wlk. Brytanii.

Przychody, koszty i wskaźnik rentowności obrotu netto



Źródło: GUS, PKO Bank Polski; zatr.>49 osób.

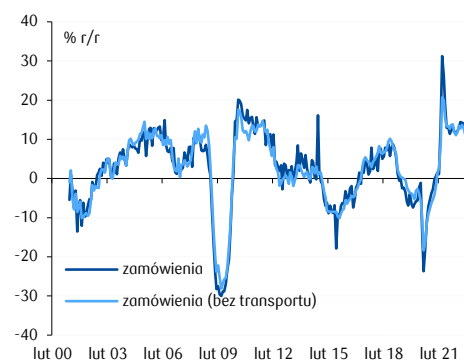
Wnioski o zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

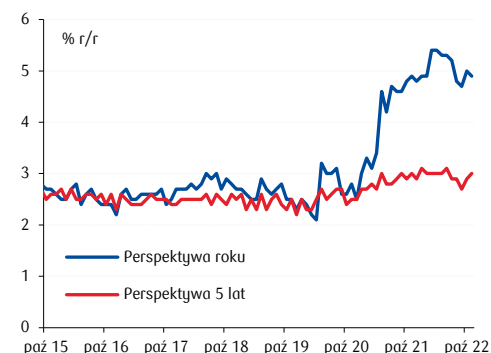
- **USA: Minutes** z posiedzenia Fed w listopadzie potwierdziły, że znacząca większość członków Rezerwy opowiada się za zmniejszeniem skali podwyżek stóp procentowych wskazując, że ułatwi to władzom monetarnym ocenę postępów w dążeniu do celu inflacyjnego przy jednoczesnej maksymalizacji poziomu zatrudnienia. Zwolennicy zmniejszenia skali podwyżek wskazywali także, że utrzymanie szybkiego tempa zacieśniania polityki pieniężnej pociągałoby za sobą ryzyko mocniejszego schłodzenia gospodarki niż będzie to konieczne by zapanować nad inflacją. Takim ocenom towarzyszyło przekonanie, że podwyżki stóp procentowych powinny być kontynuowane – reakcja inflacji i gospodarki na dokonane już podwyżki jak dotąd była znikoma, a jedynym obszarem, w którym zaobserwowano istotne schłodzenie koniunktury jest rynek nieruchomości. Minutes wskazały także na kilka głosów odrębnych –wskazujących m.in., że jest jeszcze zbyt wcześnie na zmniejszenie tempa podwyżek stóp procentowych i powinno to nastąpić przy ich wyższym poziomie oraz po silniejszym schłodzeniu inflacji. W dyskusji pojawiły się też jednak głosy wskazujące na ryzyka w obszarze stabilności finansowej, wynikające z gwałtownego tempa wzrostu stóp procentowych. Według raportu prognozy analityków Rezerwy Federalnej wskazują, że prawdopodobieństwo recesji w amerykańskiej gospodarce w 2023 jest niemal równie wysokie jak prawdopodobieństwo realizacji bazowego scenariusza, który wciąż zakłada, że uda się jej uniknąć.
- **USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w tygodniu zakończonym 19 listopada wyniosła 240 tys.** (kons: 225 tys.) wobec 223 tys. w poprzednim tygodniu. Odczyt był wyższy od oczekiwań i najwyższy od sierpnia, co może stanowić sygnał łagodzenia napięć na rynku pracy. Jeśli kierunek zmian utrzyma się przez dłuższy czas, może stanowić przesłankę dla członków FOMC do wygaszania cyklu zaostrzania polityki pieniężnej.
- **USA: Wstępne dane o dynamice zamówień na dobra trwałe w październiku były lepsze od oczekiwań i pokazały przyspieszenie wzrostu do 1,0% m/m** (kons: 0,4% m/m) wobec wzrostu o 0,3% m/m (po rewizji). Najszybciej rosły zamówienia na środki transportu (2,1% r/r), a dynamika zamówień ogółem z wyłączeniem tej kategorii wyniosła 0,5% m/m.
- **USA: PMI w przetwórstwie za listopad obniżył się do 47,6 pkt (z 50,4 pkt.) i był najniższy od 30 miesięcy.** PMI w usługach również odnotował spadek do 46,1 pkt z 47,8 pkt. Wydzwięk danych jest zbliżony do odczytów PMI w Europie – spada popyt, a przedsiębiorstwa w dużej mierze realizują zaległe zamówienia, jednocześnie nieco osłabia się presja kosztowa ze względu na łagodzenie napięć w łańcuchach dostaw. Wzrost zatrudnienia w listopadzie był marginalny na skutek zatrudniania przede wszystkim wyspecjalizowanych pracowników oraz nie zastępowania tych odchodzących z pracy. Brak jest na razie sygnałów wskazujących na wyraźną redukcję zatrudnienia.
- **USA: Indeks koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan za listopad został zrewidowany w górę do 56,8 pkt (z 54,7 pkt).** Wyraźnemu pogorszeniu względem października uległa ocena bieżącej sytuacji gospodarczej, choć wciąż silniejsze obawy dotyczą przyszłości. Oczekiwana inflacja w perspektywie roku obniżyła się o 0,1pp (do 4,9%), a w perspektywie 5 lat wzrosła w tej samej skali do 3,0%.
- **USA: Sprzedaż nowych domów wbrew oczekiwaniom wzrosła w październiku do 632 tys. z 588 tys. we wrześniu** (dane zrewidowane; kons: 570 tys.), co prawdopodobnie stanowiło korektę po słabym odczycie we wrześniu. Tym samym kondycja rynku nieruchomości nie osłabiła się tak mocno jak wcześniej sądzono, co może stanowić argument wspierający do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, mając na uwadze ocenę J.Powella z ostatniej konferencji prasowej, który stwierdził, że rynek nieruchomości jest przegrzany.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



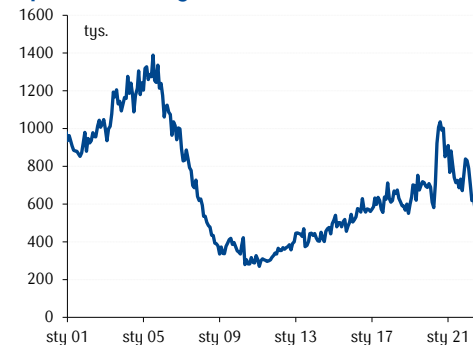
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sprzedaż nowych domów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 18 listopada						
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paż)	16:00	mln	4,71	4,36	--	4,40
Poniedziałek, 21 listopada						
GER: Inflacja PPI (paż)	8:00	% r/r	45,8	42,1	--	34,5
Wtorek, 22 listopada						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paż)	10:00	% r/r	14,5	14,2	13,8	13,0
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paż)	10:00	% r/r	2,3	2,2	2,2	2,4
POL: Produkcja przemysłowa (paż)	10:00	% r/r	9,8	8,1	7,5	6,8
POL: Inflacja PPI (paż)	10:00	% r/r	24,6	23,5	23,1	22,9
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	13,0	13,0	13,0	13,0
Środa, 23 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	9:30	pkt.	45,1	45,2	--	46,7
GER: PMI w usługach (lis, wst.)	9:30	pkt.	46,5	46,2	--	46,4
EUR: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	10:00	pkt.	46,4	46,0	--	47,3
EUR: PMI w usługach (lis, wst.)	10:00	pkt.	48,6	48,0	--	48,6
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paż)	10:00	% r/r	0,3	0,9	1,8	3,9
POL: Sprzedaż detaliczna (paż)	10:00	% r/r	4,1	3,2	3,7	0,7
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż, wst.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	1,0
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	223	225	--	240
USA: PMI w przetwórstwie (lis, wst.)	15:45	pkt.	50,4	50,0	--	47,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, rew.)	16:00	pkt.	54,7	55,0	--	56,8
USA: Sprzedaż nowych domów (paż)	16:00	tys.	588	570	--	632
USA: Minutes Fed (lis)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 24 listopada						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	2,50	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (lis)	10:00	pkt.	-45,5	--	--	--
GER: Indeks Ifo (lis)	10:00	pkt.	84,3	85	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (paż)	14:00	% r/r	7,7	7,5	7,5	--
Piątek, 25 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	1,7	1,1	--	--
POL: Stopa bezrobocia (paż)	10:00	%	5,1	5,1	5,1	--

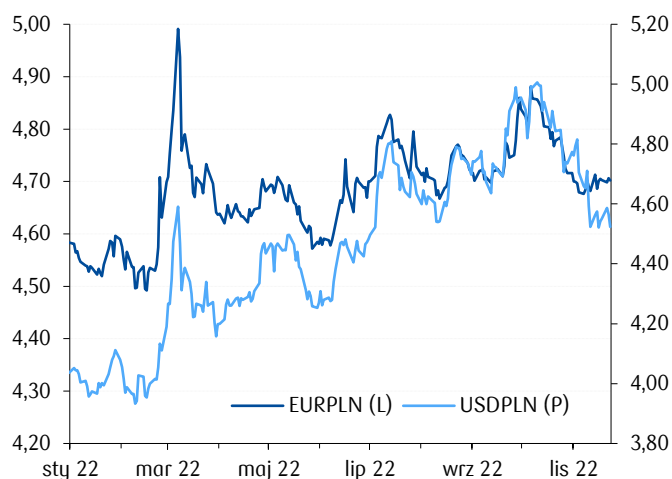
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

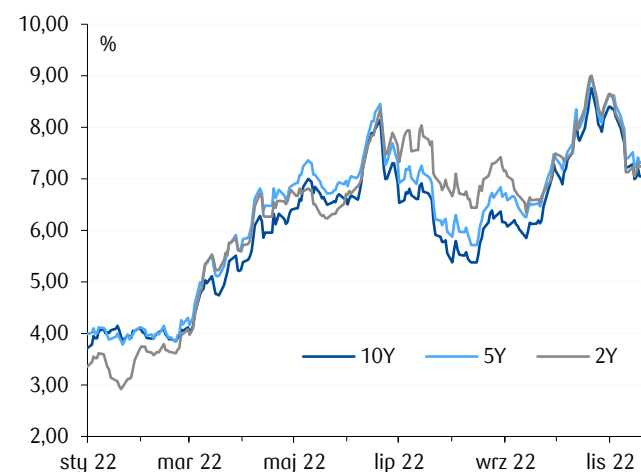
		Wartość 2022-11-23	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,7023	-0,1	0,0	-1,0	0,5	9,4
	USDPLN	4,5326	-1,0	0,3	-4,1	8,5	16,8
	CHFPLN	4,8095	0,1	0,4	0,5	7,8	22,8
	GBPPLN	5,4524	0,5	1,3	-0,4	-2,1	8,6
	EURUSD	1,0375	0,9	-0,3	3,2	-7,3	-6,3
	EURCHF	0,9777	-0,2	-0,3	-1,5	-6,7	-11,0
	GBPUSD	1,2066	1,6	1,5	4,0	-9,5	-6,6
	USDJPY	139,74	-1,1	0,3	-4,7	21,0	28,8
	EURCZK	24,36	0,0	-0,1	-0,7	-4,5	-4,6
	EURHUF	409,85	0,7	-0,3	0,2	11,1	22,8
Obligacje	PL2Y	7,11	0	-2	-115	403	572
	PL5Y	7,10	-2	-17	-105	350	528
	PL10Y	6,84	-4	-20	-117	338	476
	DE2Y	2,14	4	2	19	288	277
	DE5Y	1,96	-1	-1	-4	251	253
	DE10Y	1,92	-6	-8	-20	214	225
	US2Y	4,48	-3	12	6	384	288
	US5Y	3,90	-4	5	-30	255	228
	US10Y	3,71	-5	2	-31	207	194
Akcje	WIG	55 119,0	-0,1	-0,9	12,6	-20,3	-4,3
	WIG20	1 713,6	-0,2	-1,6	15,2	-23,5	-21,4
	S&P500	4 027,3	0,6	1,7	5,1	-14,3	29,8
	NASDAQ100	11 838,7	1,0	1,2	3,8	-27,7	43,2
	Shanghai Composite**	3 088,4	-0,3	-1,0	3,0	-14,0	6,4
	Nikkei**	28 383,1	1,0	1,3	3,5	-3,1	23,2
	DAX	14 427,6	0,0	1,4	9,3	-9,1	9,8
	VIX	20,35	-4,4	-15,6	-25,4	9,5	55,0
Surowce	Ropa Brent	85,5	-3,4	-8,1	-10,7	3,8	34,8
	Ropa WTI	77,8	-3,8	-9,1	-11,5	-0,7	33,3
	Złoto	1739,9	-0,3	-2,0	4,1	-2,5	18,5

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

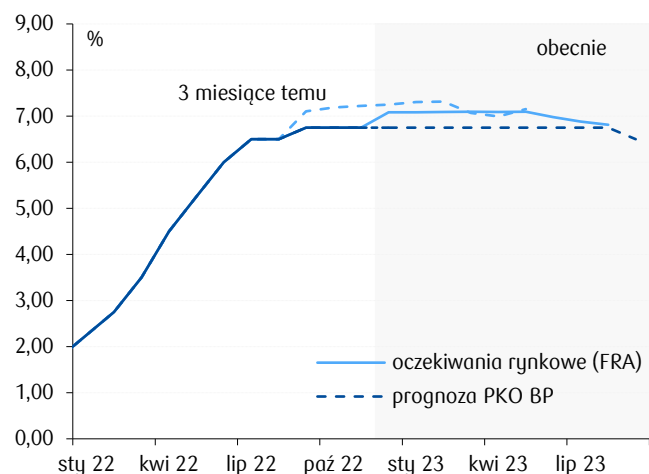
Notowania złotego wobec głównych walut



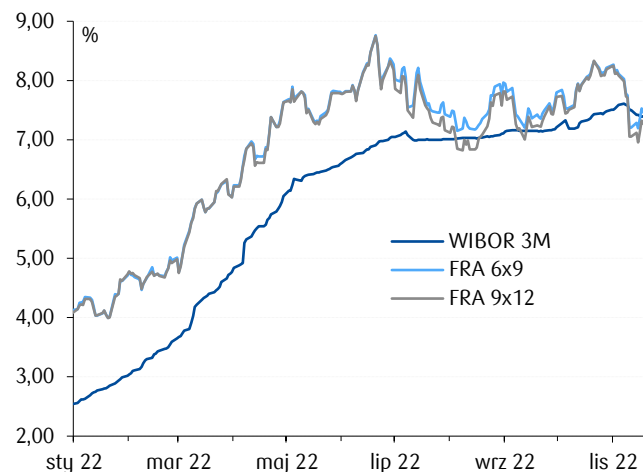
Rentowności polskich obligacji skarbowych



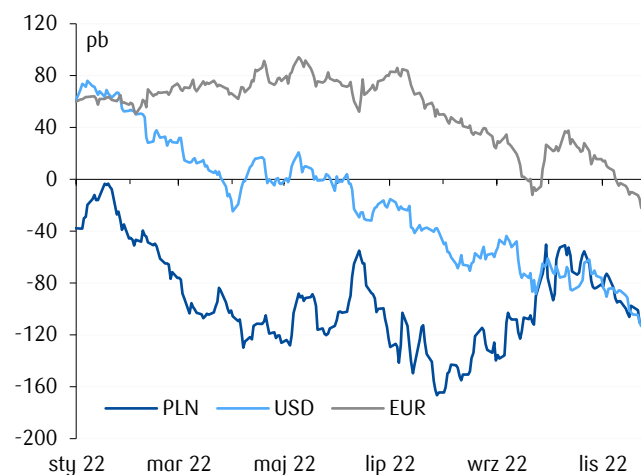
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



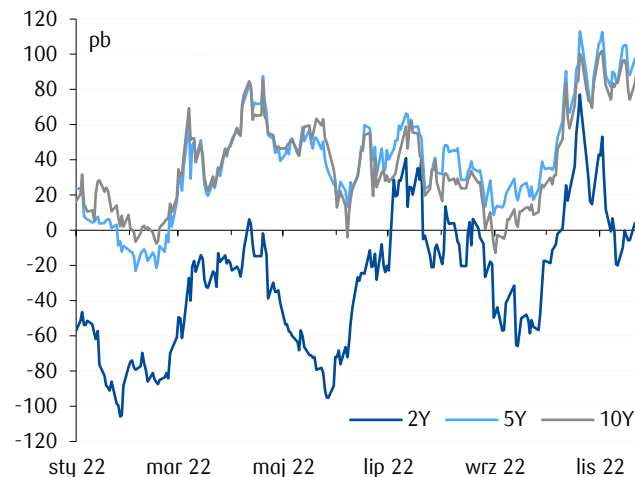
Krótkoterminowe stopy procentowe



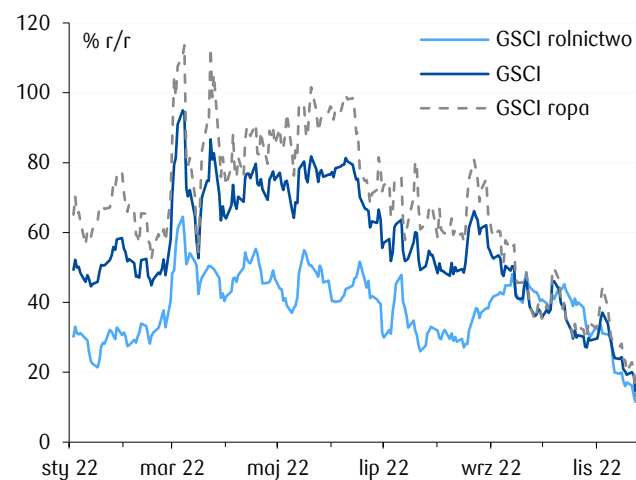
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



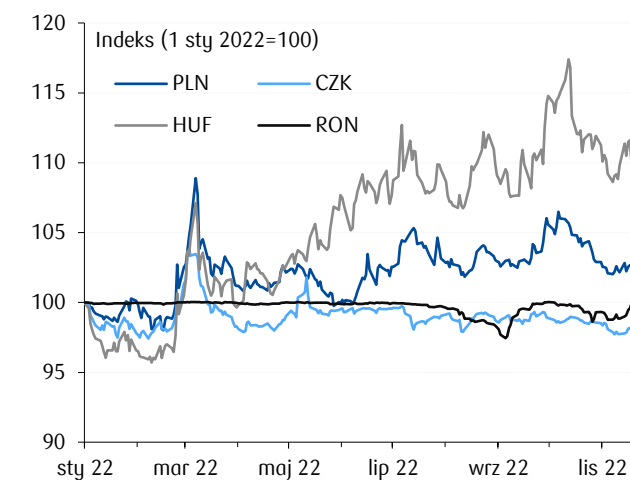
Spread asset swap dla PLN



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
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
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.