

Kolejna obniżka?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Narastające obawy o kondycję światowej gospodarki, które zmniejszają ryzyko dalszego zacieśniania polityki pieniężnej Fed, oddziaływały wczoraj pozytywnie na nastroje inwestycyjne.** Indeksy giełdowe w USA dalej rosły, a rentowności na rynkach bazowych powróciły do spadków. Dolar umacniał się, a kurs EURUSD spadł poniżej 1,07. Główny ekonomista Banku Anglii, H.Pill, nie wykluczył obniżek stóp procentowych, co wsparło rynek obligacji w całej Europie. Ceny ropy kontynuowały spadki ze względu na obawy po stronie popytowej. Zmienność notowań złotego była wczoraj niewielka - kurs EURPLN zakończył sesję w okolicy 4,46, a USDPLN wzrósł w okolice 4,18. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się w ślad za globalnym trendem.
- **Dzisiaj wydarzeniem dnia będzie posiedzenie RPP.** Rada znalazła się w przełomowym punkcie – z nową projekcją dla PKB i inflacji oraz w nowym otoczeniu politycznym. Mediana prognoz ekonomistów ankietowanych przez Parkiet wskazuje na obniżkę stóp o 25pb, ale nie brakuje głosów, że nastąpi pauza. My nieco większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi kolejnej obniżki. Czynnikiem zachęcającym do kontynuacji cyklu (w ślad za zapowiedzią Prezesa NBP, że spadkowi inflacji będą towarzyszyć obniżki stóp) jest głębszy niż oczekiwano spadek inflacji w październiku (na ostatniej konferencji prasowej Prezes zakładał, że inflacja za ten miesiąc wyniesie nieco ponad 7% r/r, a wg wstępnych danych GUS wyniosła 6,5% r/r). Decydujące jednak może być to, co pokaże nowa projekcja inflacji w średnioterminowej perspektywie. Punkt startowy dla inflacji w nowej projekcji jest niższy niż projekcja z lipca. Naszym zdaniem gorsza jest realizacja wzrostu gospodarczego, chociaż dynamika konsumpcji kształtuje się powyżej poprzedniej ścieżki. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami horyzont projekcji powinien zostać wydłużony do 2026, dzięki czemu zapewne pokaże ona, że inflacja CPI utrzyma się w zakresie dopuszczalnych odchyleń od celu. Kluczowe dla ścieżki inflacji CPI w latach 2024-2025 będą założenia dotyczące cen energii elektrycznej i gazu (i zakresu ich „mrożenia”) oraz co do stawki VAT na żywność (w naszym scenariuszu bazowym zakładamy utrzymanie 0% na cały 2024, ale jednocześnie przyjmujemy, że projekcja NBP „założy” powrót wyższej stawki VAT).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

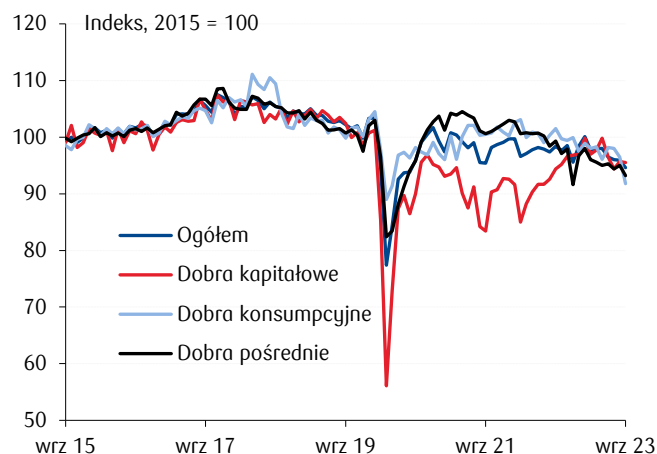
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-11-07	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4595	0,1
USDPLN	4,1736	0,7
CHFPLN	4,6356	0,3
GBPPLN	5,1232	-0,2
EURUSD	1,0685	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	5,18	-2
PL5Y	5,19	0
PL10Y	5,51	-2
DE10Y	2,67	-7
US10Y	4,58	-8
Indeksy akcyjne:		
WIG	72 266,7	-0,8
DAX	15 152,6	0,1
S&P500	4 378,4	0,3
Nikkei**	32 166,5	-0,3
Shanghai Comp.**	3 046,5	-0,4
Surowce:		
Złoto	1963,85	-1,0
Ropa Brent	81,61	-4,2

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.

Produkcja przemysłowa w Niemczech



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski. *szare pola oznaczają prognozę PKO

Punkt startowy projekcji NBP na tle poprzedniej*

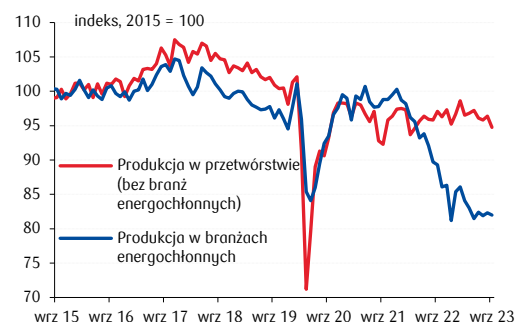
	% r/r	PKB	Konsumpcja	Płace	CPI	Inflacja bazowa
lip'23		-0,1	-2,7	12,9	13,1	11,6
realizacja/PKO	2q23	-0,6	-2,8	13,8	13,1	11,6
lip'23		1,2	-1,9	12,0	10,3	10,0
realizacja/PKO	3q23	0,6	0,1	10,6	9,7	9,7
lip'23		1,6	-0,9	11,4	7,8	8,5
realizacja/PKO	4q23	2,2	1,4	10,6	6,5	7,7

- **Decyzję w sprawie stóp procentowych ogłosi dziś również bank centralny Rumunii.** Konsensus zakłada, że stopy nie zmienią się, w tym główna pozostanie na poziomie 7,0%.
- **Dla globalnego rynku kluczowe będą dziś liczne wystąpienia bankierów centralnych, w tym szefa Fed.** Poza nim, wypowiadać będą się również inni przedstawiciele amerykańskiego banku centralnego (Barr, Cook, Williams) oraz duże grono bankierów centralnych z EBC (de Cos, Lane, Nagel, Makhoul, Kazaks, Vujcic, Wunsch) oraz prezes Banku Anglii, A.Bailey.
- **Rano poznamy dane o inflacji CPI i HICP w Niemczech za październik, które powinny potwierdzić wyraźną dezinflację cen konsumpcyjnych.** Wstępne dane wskazują na spadek CPI w październiku do 3,8% z 4,5% r/r we wrześniu.
- **Ze strefy euro napłyną również dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu, które mogą pokazać pogłębienie jej spadków w ujęciu r/r.**

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

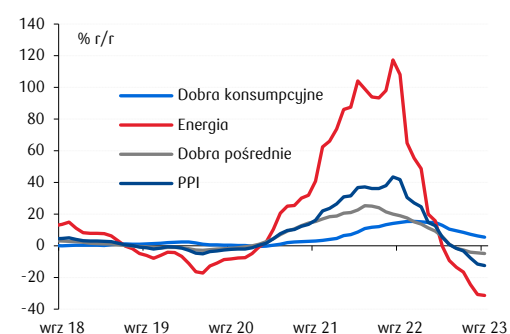
- **GER:** Produkcja przemysłowa we wrześniu spadła po raz czwarty z rzędu, tym razem o 1,4% m/m i 3,7% r/r, wyraźnie mocniej niż oczekiwano (kons.: -0,2% m/m). Spadki nie ograniczały się do branż energochłonnych, w których we wrześniu produkcja skurczyła się o 0,4% m/m. Źródłem głębokiego spadku aktywności w przemyśle była przede wszystkim motoryzacja (-5% m/m). Dużą była też redukcja produkcji w farmacji (-9,2% m/m). Wzrost odnotowano w produkcji maszyn (4,1% m/m). **W całym 3q23 produkcja przemysłowa obniżyła się o 2,1% q/q.** Dostępne do września dane potwierdzają recesję w przemyśle. Badania koniunktury też są dalekie od sygnalizowania wyraźnej poprawy, choć wzrost październikowego PMI w przetwórstwie wskazuje na spadek pesymizmu. Nie powinna się też pogarszać sytuacja w branżach energochłonnych - wypełnienie niemieckich magazynów gazu sięga 100%.
- **EUR:** Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w strefie euro we wrześniu wzrosły o 0,5% m/m (zgodnie z konsensem), a w ujęciu rocznym spadły o 12,4%. Do wzrostu cen względem sierpnia przyczyniły się podwyżki cen w energetyce, po ich wyłączeniu poziom cen obniżył się o 0,1% m/m. Stabilne (0% m/m) pozostały ceny dóbr kapitałowych i konsumpcyjnych trwałych. W całej UE wzrost cen przemysłowych był nieco silniejszy - wyniósł 0,6% m/m, co przełożyło się na spadek o 11,2% r/r.
- **POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego wg wstępnego szacunku MRiPS w październiku utrzymała się na poziomie 5,0%, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych obniżyła się o 3,8 tys. Spadek miał charakter sezonowy i był nieco słabszy niż w ubiegłych latach. Według minister pracy, M.Maląg, kolejne miesiące mogą przynieść niewielki wzrost bezrobocia ze względu na działanie czynników sezonowych.
- **POL:** W październiku minimalnie przyspieszyło tempo wzrostu liczby obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS (do 6,5% r/r z 6,4% r/r). Największy wzrost w stosunku do września odnotowano w przypadku obywateli Ukrainy i Białorusi (odpowiednio o 7,7 i 1,6 tys.). Liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS na koniec października wyniosła 1,125 mln.
- **USA:** Deficyt handlowy USA we wrześniu pogłębił się nieco bardziej niż wskazywał wstępny szacunek (58,7 mld USD) i wyniósł 61,5 mld USD, co odzwierciedla odporność amerykańskiego popytu na towary zagraniczne.
- **USA:** N.Kashkari (Fed Minneapolis, głosujący członek FOMC) powiedział, że jest zbyt wcześnie, aby ogłaszać wygraną w walce z inflacją. Jego zdaniem nadmierne zaostrenie polityki pieniężnej jest lepsze niż zrobienie zbyt mało.
- **EUR:** [Analiza](#) modelowa EBC oparta na krzywych dochodowości wskazuje obecnie na podwyższone prawdopodobieństwo wystąpienia recesji

Produkcja w przetwórstwie niemieckim



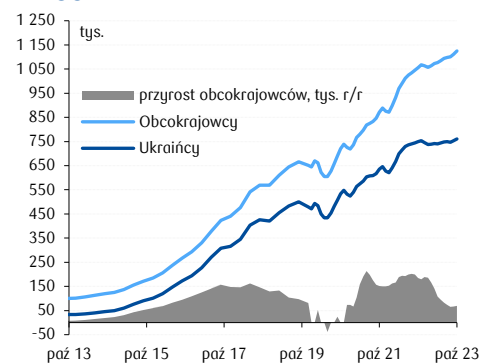
Źródło: Destatis, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS



Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

w strefie euro i USA w ciągu roku. Proste modele probitowe, określające związek między nachyleniem krzywej a prawdopodobieństwem recesji, sygnalizują, że prawdopodobieństwo recesji wynosi blisko 50% w przypadku strefy euro i ok. 40% dla USA. Bardziej precyzyjne modele uwzględniające dodatkowe wskaźniki finansowe i ceny ropy sugerują niższe ryzyko recesji, tj. ok. 25% zarówno w przypadku strefy euro, jak i USA.

- **EUR: [Prognoza regionalna](#) MFW dla Europy wskazuje na scenariusz miękkiego lądowania** (stopniowego hamowania inflacji przy utrzymaniu wzrostu gospodarczego). Dynamika PKB w strefie euro ma wyhamować z 3,3% w 2023 do odpowiednio 0,7%, 1,2% i 1,8% w latach 2024-2025. MFW sygnalizuje, że powrót inflacji do "normalnych poziomów" może zająć kilka lat. Wśród rekomendacji Fundusz wymienia m.in. utrzymywanie restrykcyjnej polityki pieniężnej, odbudowę buforów fiskalnych i wygaszanie niecelowanych programów wsparcia energetycznego dla gospodarstw domowych. Ekonomiści MFW sygnalizują również nasilające się w Europie problemy ze zbyt niskim wzrostem produktywności i pogarszaniem się średnioterminowych perspektyw rozwoju. W tym obszarze pomocne mogą być reformy strukturalne, w tym polityki nakierowane na skuteczną transformację energetyczną i zapewnienie bardziej zrównoważonego podziału dochodów.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 3 listopada						
GER: Eksport (wrz)	8:00	% m/m	0,1	-2,0	--	-2,4
GER: Import (wrz)	8:00	% m/m	-0,3	-0,3	--	-1,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź)	13:30	tys.	297	175	--	150
USA: Stopa bezrobocia (paź)	13:30	%	3,8	3,8	--	3,9
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź)	13:30	% r/r	4,3	4,0	--	4,1
Poniedziałek, 6 listopada						
GER: Zamówienia fabryczne (wrz)	8:00	% m/m	1,9	-1,5	--	0,2
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz)	8:00	% r/r	-6,3	-3,0	--	-4,3
GER: PMI w usługach (paź, rew.)	9:55	pkt.	50,3	48	--	48,2
EUR: PMI w usługach (paź, rew.)	10:00	pkt.	48,7	47,8	--	47,8
EUR: Indeks Sentix (lis)	10:30	pkt.	-21,9	-22,4	--	-18,6
Wtorek, 7 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz)	8:00	% m/m	-0,1	-0,2	--	-1,4
GER: Produkcja przemysłowa (wrz)	8:00	% r/r	-1,9	-2,7	--	-3,7
EUR: Inflacja PPI (wrz)	11:00	% r/r	-11,5	-12,5	--	-12,4
USA: Bilans handlowy (wrz)	14:30	mld USD	-58,3	-60	--	-61,5
Środa, 8 listopada						
GER: Inflacja CPI (paź, rew.)	8:00	% r/r	4,5	3,8	--	--
GER: Inflacja HICP (paź, rew.)	8:00	% r/r	4,3	3,0	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz)	11:00	% r/r	-2,1	-3,1	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (lis)	--	%	5,75	5,50	5,50	--
Czwartek, 9 listopada						
CHN: Inflacja CPI (paź)	2:30	% r/r	0,0	-0,1	--	--
CHN: Inflacja PPI (paź)	2:30	% r/r	-2,5	-2,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	217	220	--	--
Piątek, 10 listopada						
HUN: Inflacja CPI (paź)	8:30	% r/r	12,2	10,4	--	--
CZ: Inflacja CPI (paź)	9:00	% r/r	6,9	8,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	63,8	63,5	--	--
POL: Decyzja Fitch w sprawie ratingu	22:00	--	A- (stabilna)	--	A- (stabilna)	--

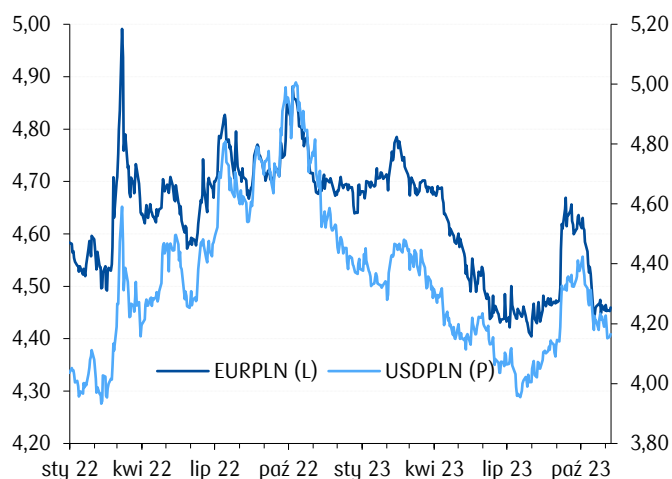
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

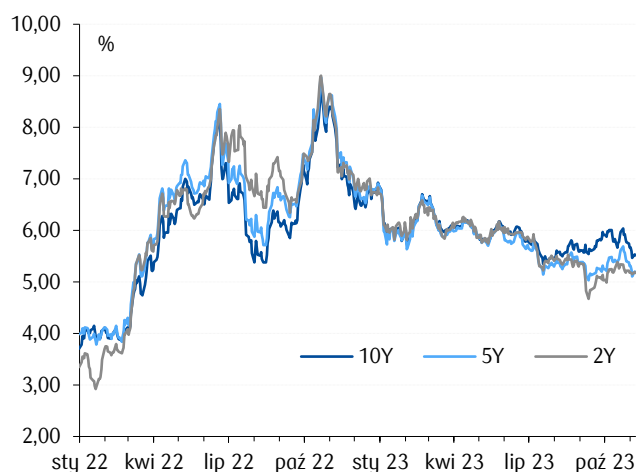
		Wartość 2023-11-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4595	0,1	0,1	-1,9	-4,8	-1,9
	USDPLN	4,1736	0,7	-1,0	-2,7	-10,3	7,7
	CHFPLN	4,6356	0,3	0,1	-2,1	-1,9	9,2
	GBPPLN	5,1232	-0,2	0,1	-2,6	-4,6	1,2
	EURUSD	1,0685	-0,6	1,1	0,8	6,1	-8,9
	EURCHF	0,9621	-0,2	0,0	0,2	-3,0	-10,1
	GBPUSD	1,2299	-0,7	1,4	0,3	6,4	-5,9
	USDJPY	150,50	0,5	-0,6	1,1	3,4	43,9
	EURCZK	24,63	0,6	0,2	0,2	1,4	-8,2
	EURHUF	378,10	-0,4	-1,3	-2,3	-5,9	4,0
Obligacje	PL2Y	5,18	-2	-1	-2	-279	516
	PL5Y	5,19	0	-12	-22	-288	484
	PL10Y	5,51	-2	-15	-39	-231	434
	DE2Y	3,07	-2	0	0	87	386
	DE5Y	2,58	-4	-7	-8	39	339
	DE10Y	2,67	-7	-14	-12	40	329
	US2Y	4,92	-3	-15	-4	24	475
	US5Y	4,54	-6	-29	-7	23	415
	US10Y	4,58	-8	-33	-8	45	369
Akcje	WIG	72 266,7	-0,8	1,0	8,6	35,5	53,2
	WIG20	2 168,1	-0,8	0,9	10,6	31,8	32,5
	S&P500	4 378,4	0,3	4,4	0,5	14,4	30,0
	NASDAQ100	15 296,0	0,9	6,2	1,1	38,3	35,6
	Shanghai Composite**	3 044,3	-0,4	0,8	-1,0	-0,7	-6,9
	Nikkei**	32 166,5	-0,3	4,2	1,3	15,4	38,1
	DAX	15 152,6	0,1	2,3	-1,8	10,7	25,3
	VIX	16,33	-0,4	-9,9	-7,3	-37,7	-48,3
Surowce	Ropa Brent	81,6	-4,2	-6,6	-6,9	-14,4	105,5
	Ropa WTI	78,0	-4,2	-4,5	-9,3	-12,3	108,0
	Złoto	1963,9	-1,0	-1,6	5,7	15,6	3,1

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

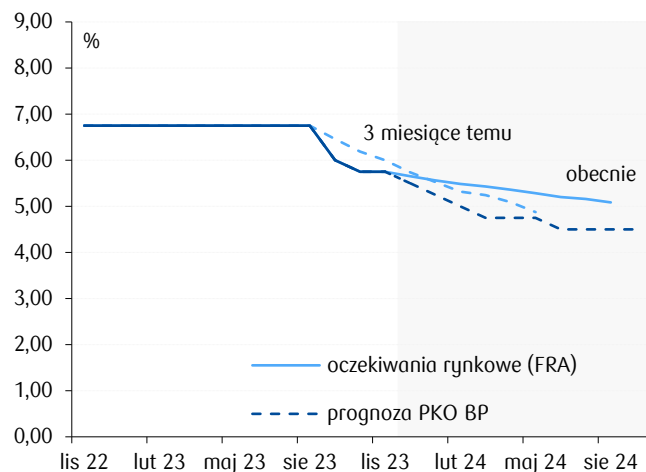
Notowania złotego wobec głównych walut



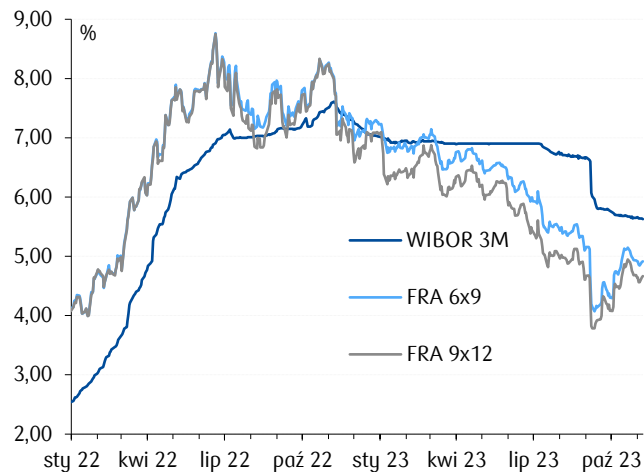
Rentowności polskich obligacji skarbowych



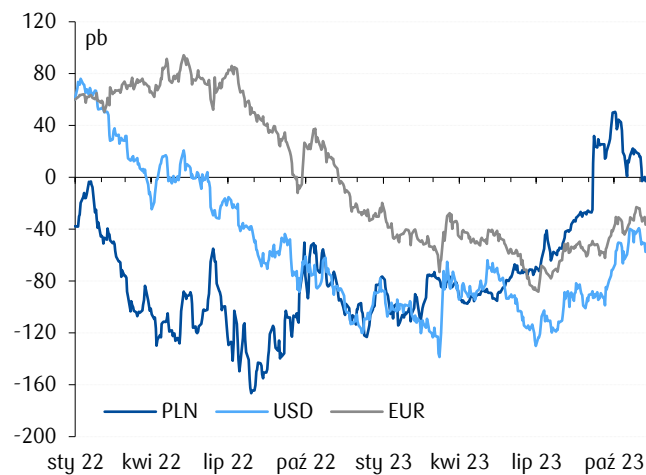
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



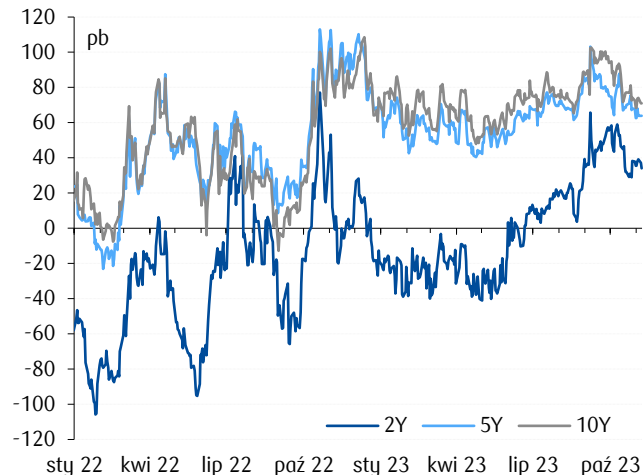
Krótkoterminowe stopy procentowe



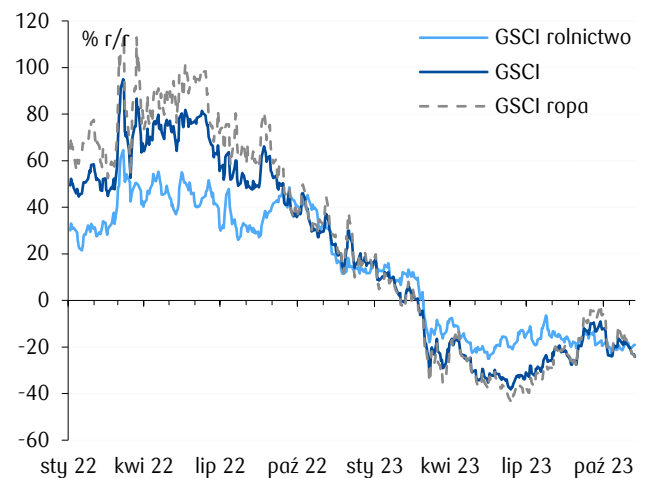
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



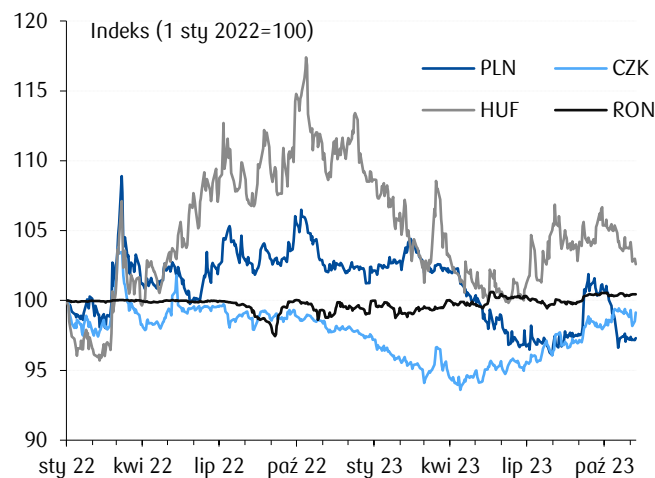
Spread asset swap dla PLN



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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

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, 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.