

Bez emocji w europejskiej polityce pieniężnej

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje inwestycyjne pozostawały wczoraj pod pozytywnym wpływem sygnałów z Fed.** Indeksy giełdowe rosły, a jednocześnie spadały rentowności obligacji na rynkach bazowych. Wzrostowi apetytu na ryzyko sprzyjały też dobre dane z USA (wydajność pracy, bezrobocie). Dobre dane są korzystne dla rynków, gdy Fed łagodnieje (w przeciwieństwie do zasady „im gorzej, tym lepiej”, która obowiązywała przy pełnej gotowości FOMC do zaostrzenia polityki pieniężnej). Brytyjski funt umocnił się po tym jak BoE zasugerował odsunięcie w czasie momentu rozpoczęcia obniżek stóp. Zyskała też czeska korona, co wynikało z braku oczekiwanej przez rynek obniżki stóp CNB. W obliczu wzrostu apetytu na ryzyko, dolar osłabił się. Złoty umacniał się, a rentowności krajowych obligacji skarbowych zakończyły sesję przy poziomach z otwarcia, pomimo przejściowego spadku w trakcie dnia.
- Kluczowym wydarzeniem będzie dziś publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy za październik,** którą nietypowo poznamy o 13.30 (USA są jeszcze przed zmianą czasu na zimowy). Według konsensusu wzrost zatrudnienia poza rolnictwem wyhamował do 175 tys. z 336 tys. we wrześniu, stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 3,8%, a roczne tempo wzrostu płacy godzinowej spowolniło do 4,0% z 4,2% we wrześniu. Zgodnie z oczekiwaniami dane oznaczałyby kontynuację schłodzenia amerykańskiego rynku pracy, które następuje bez wzrostu bezrobocia.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** PMI dla krajowego przemysłu w październiku wzrósł drugi miesiąc z rzędu, do 44,5 pkt z 43,9 pkt. we wrześniu, zgodnie z oczekiwaniami. Pierwsza w 2023 seria dwóch kolejnych miesięcy wzrostu PMI, wraz z poprawą oczekiwań dotyczących produkcji w perspektywie roku, daje nadzieję na wychodzenie przemysłu z dołka. Również „twarde” dane sygnalizują, że taki scenariusz może się materializować – odsezonowany poziom produkcji wzrósł we wrześniu drugi miesiąc z rzędu. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Październik zwiastuje poprawę w przemyśle.](#)
- EUR:** PMI dla sektora wytwórczego obniżył się w październiku do 43,1 pkt. z 43,4 pkt. we wrześniu, a ostateczne dane były o 0,1 pkt. wyższe niż szacunek

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

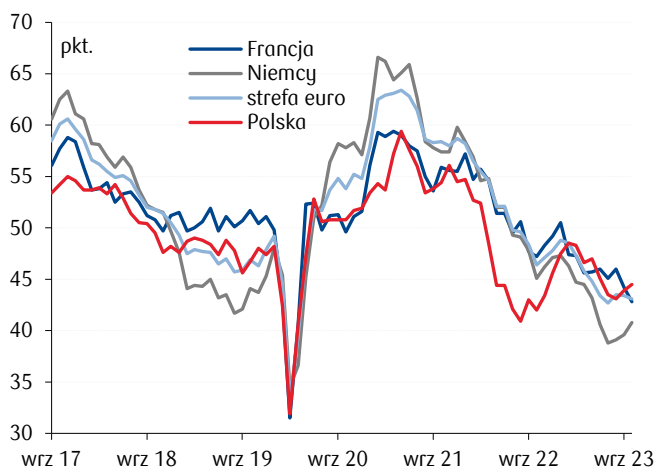
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-11-02	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4530	-0,3
USDPLN	4,1937	-1,0
CHFPLN	4,6275	-0,6
GBPLN	5,1077	-0,6
EURUSD	1,0619	0,8
Obligacje:		
PL2Y	5,17	-1
PL5Y	5,24	-7
PL10Y	5,60	-7
DE10Y	2,71	-5
US10Y	4,67	-9
Indeksy akcyjne:		
WIG	71 835,1	0,4
DAX	15 143,6	1,5
S&P500	4 317,8	1,9
Nikkei**	31 949,9	0,0
Shanghai Comp.**	3 032,1	0,8
Surowce:		
Złoto	1983,85	-0,1
Ropa Brent	86,85	2,6

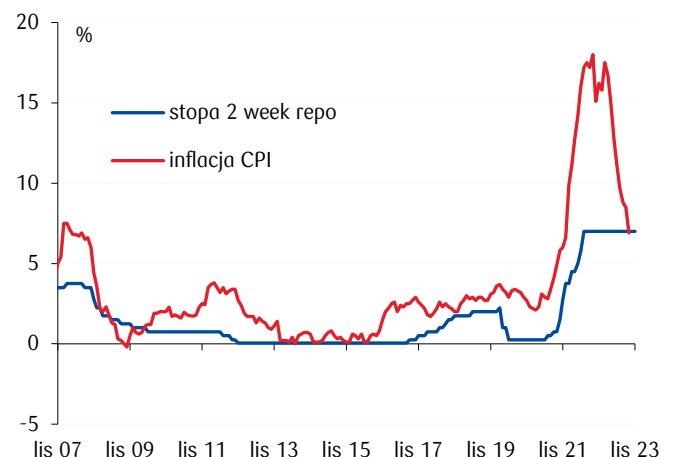
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

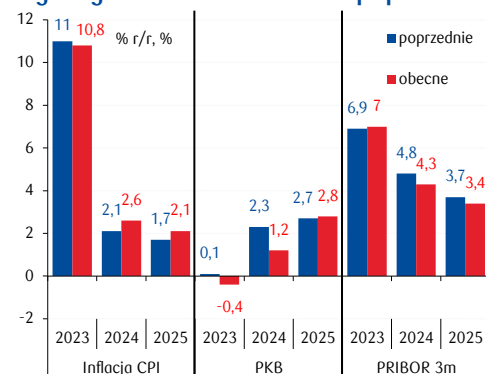
Inflacja CPI i stopa bazowa w Czechach



flash. Badanie wskazuje na pogłębienie spadku aktywności w sektorze na początku czwartego kwartału, przy gwałtownym i przyspieszającym spadku nowych zamówień, aktywności zakupowej i zaległości produkcyjnych, które doprowadziły do kolejnego silnego spadku produkcji. Tempo redukcji zatrudnienia w sektorze było w październiku najsilniejsze od sierpnia 2020. Utrzymała się presja spadkowa w cenach surowców i półproduktów oraz wyrobów gotowych, ceny obniżały się jednak w słabszym tempie niż we wrześniu. Obraz koniunktury w poszczególnych gospodarkach bloku jest zróżnicowany – PMI obniżył się w Irlandii, Hiszpanii i Francji, wzrósł natomiast w Niemczech (do 40,8 pkt., silniej niż w szacunku flash), Austrii, Holandii oraz Grecji. Ta ostatnia jest jedynym badanym państwem strefy euro, gdzie PMI przekracza neutralną granicę 50 pkt.

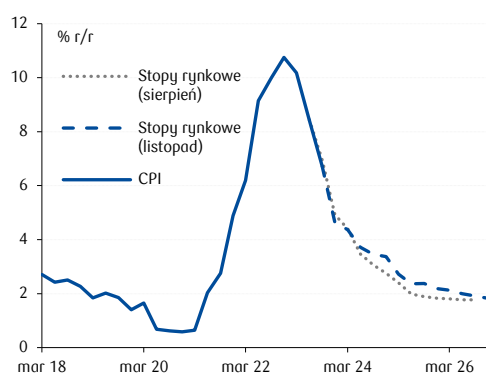
- CZE: CNB zgodnie z naszymi oczekiwaniami i wbrew konsensusowi (-25pb), pozostawił stopy procentowe bez zmian (stopa repo 7,0%) stosunkiem głosów 5:2 (2 członków głosowało za obniżką o 25pb).** Zaktualizowane prognozy makroekonomiczne nie różnią się istotnie od poprzednich (por. wykres na marginesie), ale uwagę zwraca prognoza recesji w 2023 i wolniejszy wzrost PKB w 2024 oraz podwyższenie prognozy inflacji na 2024 i 2025, pomimo ostatnich dezinflacyjnych danych (niższej prognozy banku). Prognozowana ścieżka PRIBOR 3M zakłada obniżki stóp rynkowych już w 4q23. Bank ocenia, że obecne warunki monetarne są mocno restrykcyjne i ograniczają inflację (powrót inflacji do ok. 2% r/r spodziewany jest już w 1q24), co skutkować będzie istotnie dodatnimi realnymi stopami procentowymi *ex ante*. W reakcji na decyzję CNB korona umocniła się o 0,7%. Na konferencji prasowej prezes CNB A.Michl podkreślił jastrzębie nastawienie i wskazał, że na grudniowym posiedzeniu Zarząd decydować będzie o pozostawieniu stóp bez zmian lub ich obniżce. **Oczekujemy, że w grudniu Zarząd CNB zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp motywowane obniżeniem się inflacji i stagnacji gospodarczej.**
- UK: Bank Anglii drugi raz z rzędu utrzymał stopę bazową bez zmian (5,25%). Decyzja została podjęta stosunkiem głosów 6:3 (3 członków głosowało za podwyżką o 25pb), podczas gdy na poprzednim posiedzeniu we wrześniu decyzja o braku zmian zapadła stosunkiem 5:4.** Zmiana ta była wynikiem wymiany członków w Radzie – głosująca za brakiem zmiany S.Breeden zastąpiła głosującego za podwyżką J.Cunliffe'a. Napływające od poprzedniej prognozy dane wpisywały się w dotychczasowy scenariusz prognostyczny BoE – inflacja okazała się być nieco niższa od oczekiwań banku, podobnie jak dynamika PKB. Prognozy zakładają stagnację gospodarczą do końca 2025. Głębsza od wcześniejszych oczekiwań była z kolei normalizacja popytu na pracę przy wzrostach dynamiki płac. W komunikacie zapisano, że BoE uważa, iż polityka pieniężna powinna pozostawać restrykcyjna przez dłuższy okres, aby skutecznie zdławić inflację. Przyjęte do przygotowania prognoz rynkowe stopy procentowe wyceniają jedną obniżkę stóp do końca 2024, podczas gdy obecnie rynek wycenia już dwie obniżki.
- NOR: Norgesbank, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawił stopy procentowe bez zmian.** Główna stopa depozytowa wynosi więc nadal 4,25%, jednak bank wskazał na możliwość jej podniesienia na kolejnym posiedzeniu, które odbędzie się w grudniu. Jednocześnie wskazuje, że stopa bazowa jest blisko poziomu niezbędnego do opanowania inflacji, co sprawia, że może pozwolić sobie na cierpliwość w ocenie, czy dalsze zacieśnianie polityki jest konieczne. Ostatnie pozytywne zaskoczenia inflacyjne powodują, że rośnie szansa na zakończenie cyklu podwyżek stóp w Norwegii.
- POL: Na wrześniowym posiedzeniu RPP przeciw obniżce stóp o 75pb głosowali L.Kotecki, P.Litwiniuk i J.Tyrowicz, a pozostali członkowie Rady poparli ten wniosek.** Podczas tego samego posiedzenia RPP odrzuciła wniosek o podwyżkę stóp o 100pb., za którym ponownie głosowała jedynie J.Tyrowicz.

Prognozy CNB – obecne na tle poprzednich



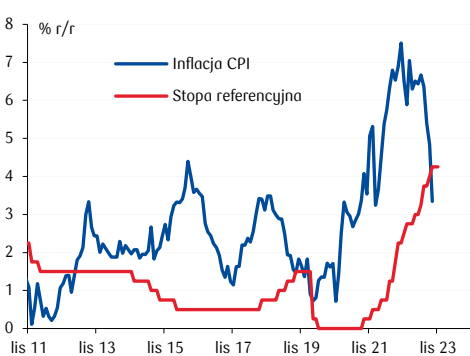
Źródło: CNB, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Wielkiej Brytanii wg listopadowej projekcji (na podstawie rynkowej ścieżki stóp procentowych)



Źródło: Macrobond, Bank Anglii, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopa procentowa w Norwegii

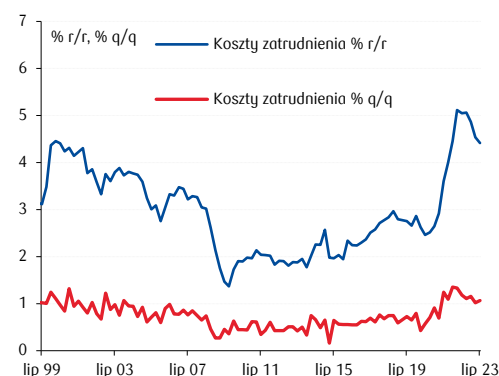


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

L.Kotecki, P.Litwiniuk i J.Tyrowicz głosowali też przeciwko przyjęciu założeń polityki pieniężnej na 2024, pozostałych 7 członków poparło uchwałę.

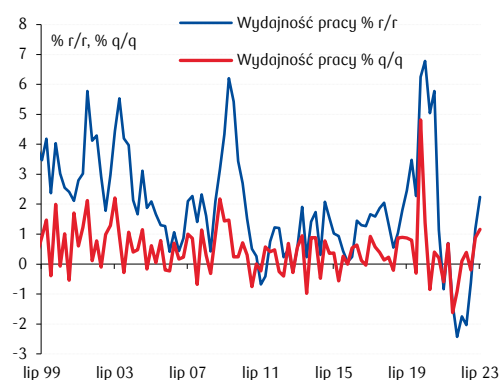
- **POL: L.Kotecki (RPP)** stwierdził, że na listopadowym posiedzeniu Rady raczej należałoby wstrzymać się z podejmowaniem decyzji o zmianie wysokości stóp w związku z niepewnością związaną z polityką cenową na rynku paliwowym, kształtem tarcz antyinflacyjnych na rynku energii i sytuacją sektora fiskalnego.
- **POL: Minister finansów M.Rzeczowska** oceniła, że wykonanie budżetu na 2023 jest niezagrażone i dostrzega sygnały wzrostu konsumpcji, a w konsekwencji wpływów podatkowych.
- **USA: Wydajność pracy w USA w 3q23** wzrosła o 1,2% q/q, najsilniej od 2009, nie licząc zawirowań statystycznych w okresie lockdownów. W ujęciu rocznym wydajność pracy wzrosła o 2,2% r/r, najsilniej od końcówki 2019 (również z pominięciem okresu pandemicznego). Jednocześnie hamuje wzrost kosztów wynagrodzeń - w 3q23 wzrosły o 1,1% q/q i 4,4% r/r. W konsekwencji wzrost jednostkowych kosztów pracy (koszty konieczne do wytworzenia jednostki produktu) w 3q23 wyhamował do 1,9% r/r z 3,7% r/r w 2q23, czyli najniższej wartości w obecnym epizodzie inflacyjnym. Opisywane dane są kolejnym potwierdzeniem fundamentalnych procesów deflacyjnych w USA, w tym przypadku wygasającej presji płacowej.
- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych** wzrosła w ubiegłym tygodniu do 217 tys. wobec zrewidowanych w górę 212 tys. tydzień wcześniej. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu zakończonym 21 października wzrosła zaś do 1,818 mln z 1,783 mln. Warunki na amerykańskim rynku pracy ulegają stopniowemu schłodzeniu, jednak bez wzrostu bezrobocia.
- **USA: Zamówienia fabryczne w USA we wrześniu** wzrosły o 2,8% m/m po wzroście o 1,0% m/m w sierpniu, co oznacza szósty wzrost w ciągu ostatnich 7 miesięcy. Nowe zamówienia po wyłączeniu środków transportu wzrosły o 0,8% m/m, a te bez uwzględnienia zamówień zbrojeniowych o 3,2% m/m. Dane wskazują na stopniową odbudowę popytu w przemyśle w USA na przestrzeni ostatnich miesięcy.
- **CHN: Usługowy wskaźnik PMI Caixin nieznacznie wzrósł w październiku, do 50,4 pkt. z 50,2 pkt. we wrześniu.** Tym samym aktywność w sektorze usługowym znajduje się w fazie ekspansji (wartość indeksu powyżej 50 pkt.) już od 10 miesięcy, choć tempo wzrostu aktywności systematycznie spowalnia, pomimo działań stymulacyjnych po stronie polityki gospodarczej. Ograniczony popyt odzwierciedla najłagodniejszy w tym roku wzrost nowych zamówień. Złagodzenie części ograniczeń w podróżowaniu wspierało natomiast usługi turystyczne. Zatrudnienie ustabilizowało się po wzrostach w poprzednich 8 miesiącach. Pomimo ograniczonego wzrostu kosztów działalności (koszty pracy, surowce), firmy podwyższyły ceny finalne w tempie najszybszym od maja. Nieznaczna poprawa wskaźnika nie zmienia obrazu kondycji sektora usługowego, która pozostaje słaba, co potwierdził również oficjalny indeks PMI opublikowany niedawno przez chiński urząd statystyczny.

Dynamika kosztów zatrudnienia w USA



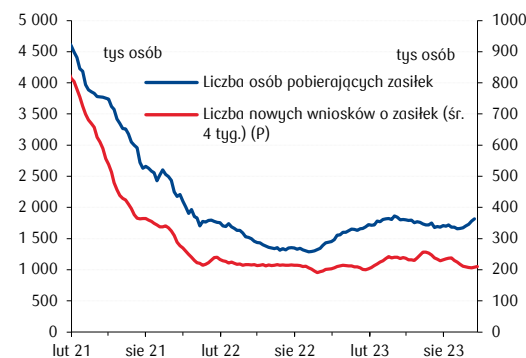
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika wydajności pracy w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 27 października						
USA: Dochody Amerykanów (wrz)	14:30	% m/m	0,4	0,4	--	0,3
USA: Wydatki Amerykanów (wrz)	14:30	% m/m	0,4	0,5	--	0,7
USA: Deflator PCE (wrz)	14:30	% r/r	3,4	3,4	--	3,4
USA: Inflacja bazowa PCE (wrz)	14:30	% r/r	3,8	3,7	--	3,7
Poniedziałek, 30 października						
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	-0,4	-1,1	--	-0,8
EUR: Koniunktura konsumencka (paź, rew.)	11:00	pkt.	-17,8	-17,9	--	-17,9
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paź)	11:00	pkt.	93,4	93,0	--	93,0
GER: Inflacja CPI (paź, wst.)	14:00	% r/r	4,5	4,0	--	3,8
GER: Inflacja HICP (paź, wst.)	14:00	% r/r	4,3	3,3	--	3,0
Wtorek, 31 października						
JP: Posiedzenie BoJ (paź)	--	%	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
POL: Inflacja CPI (paź, wst.)	10:00	% r/r	8,2	6,6	6,7	6,5
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,5	0,2	--	0,1
EUR: Inflacja HICP (paź)	11:00	% r/r	4,3	3,1	--	2,9
EUR: Inflacja bazowa (paź, wst.)	11:00	% r/r	4,5	4,2	--	4,2
USA: Ceny nieruchomości (sie)	14:00	% r/r	0,2	1,6	--	2,2
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paź)	15:00	pkt.	104,3	100,3	--	102,6
Środa, 1 listopada						
CHN: PMI w przetwórstwie (paź)	2:45	pkt.	50,6	50,8	--	49,5
USA: Raport ADP (paź)	13:15	tys.	89	135	--	113
USA: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	14:45	pkt.	49,8	50,0	--	50,0
USA: Raport JOLTS (wrz)	15:00	mln	9,497	9,20	--	9,553
USA: ISM w przetwórstwie (paź)	15:00	pkt.	49,0	49,0	--	46,7
USA: Posiedzenie Fed (lis)	19:00	%	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50
Czwartek, 2 listopada						
POL: PMI w przetwórstwie (paź)	9:00	pkt.	43,9	44,5	44,4	44,5
GER: Stopa bezrobocia (paź)	9:55	%	5,7	5,8	--	5,8
GER: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	9:55	pkt.	39,6	40,7	--	40,8
NO: Posiedzenie Norges Banku (lis)	10:00	%	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	10:00	pkt.	43,4	43,0	--	43,1
UK: Posiedzenie BoE (lis)	13:00	%	5,25	5,25	5,25	5,25
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (paź)	13:30	tys.	212	210	--	217
CZ: Posiedzenie banku centralnego (lis)	14:30	%	7,00	6,75	7,00	7,00
USA: Zamówienia fabryczne (wrz)	15:00	% m/m	1,0	1,1	--	2,8
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz, rew.)	15:00	% m/m	4,7	-0,1	--	4,7
Piątek, 3 listopada						
GER: Eksport (wrz)	8:00	% m/m	-1,2	-2,0	--	--
GER: Import (wrz)	8:00	% m/m	-0,4	-0,3	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź)	13:30	tys.	336	175	--	--
USA: Stopa bezrobocia (paź)	13:30	%	3,8	3,8	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź)	13:30	% r/r	4,2	4,0	--	--

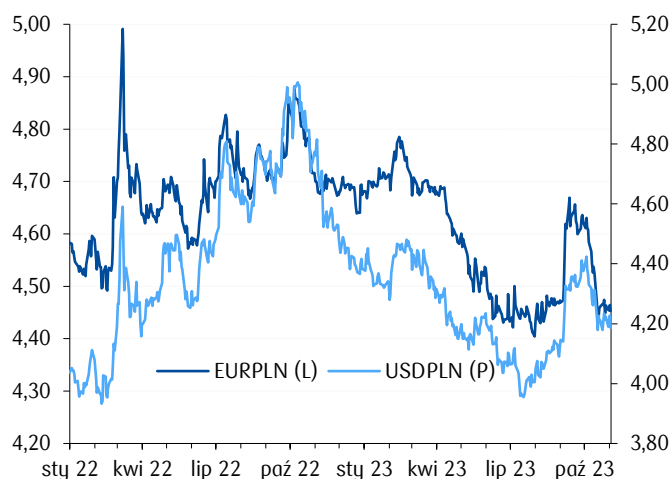
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2023-11-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4530	-0,3	0,1	-3,4	-5,2	-3,7
	USDPLN	4,1937	-1,0	-0,6	-4,2	-12,9	5,7
	CHFPLN	4,6275	-0,6	-1,5	-3,3	-2,6	6,9
	GBPPLN	5,1077	-0,6	-0,1	-4,0	-5,0	-0,3
	EURUSD	1,0619	0,8	0,7	0,8	8,8	-8,9
	EURCHF	0,9623	0,3	1,6	0,0	-2,7	-10,0
	GBPUSD	1,2174	0,4	0,4	0,1	8,9	-5,6
	USDJPY	150,48	-0,3	0,1	1,3	1,5	43,7
	EURCZK	24,49	-0,8	-0,6	0,3	0,1	-10,6
	EURHUF	381,44	-0,6	-0,2	-1,6	-6,1	3,7
Obligacje	PL2Y	5,17	-1	-1	-3	-331	518
	PL5Y	5,24	-7	-22	-18	-338	486
	PL10Y	5,60	-7	-22	-37	-276	445
	DE2Y	3,06	1	-7	-9	97	386
	DE5Y	2,59	-1	-13	-18	46	342
	DE10Y	2,71	-5	-14	-17	47	335
	US2Y	4,99	3	-5	-3	29	484
	US5Y	4,65	-3	-15	-4	29	427
	US10Y	4,67	-9	-17	-5	55	383
Akcje	WIG	71 835,1	0,4	1,5	12,6	41,1	60,2
	WIG20	2 158,4	0,4	1,8	15,8	38,4	39,9
	S&P500	4 317,8	1,9	4,4	1,4	16,1	30,4
	NASDAQ100	14 919,6	1,7	5,7	1,3	39,6	31,4
	Shanghai Composite**	3 032,1	0,8	1,5	-2,5	1,1	-7,4
	Nikkei**	31 949,9	0,0	4,4	2,8	15,5	36,9
	DAX	15 143,6	1,5	2,8	0,5	15,3	30,6
	VIX	17,34	-2,8	-15,6	-7,5	-33,5	-47,6
Surowce	Ropa Brent	86,9	2,6	-1,2	3,3	-8,3	130,7
	Ropa WTI	83,1	2,5	-0,9	0,9	-5,8	130,8
	Złoto	1983,9	-0,1	0,2	9,1	21,9	6,0

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

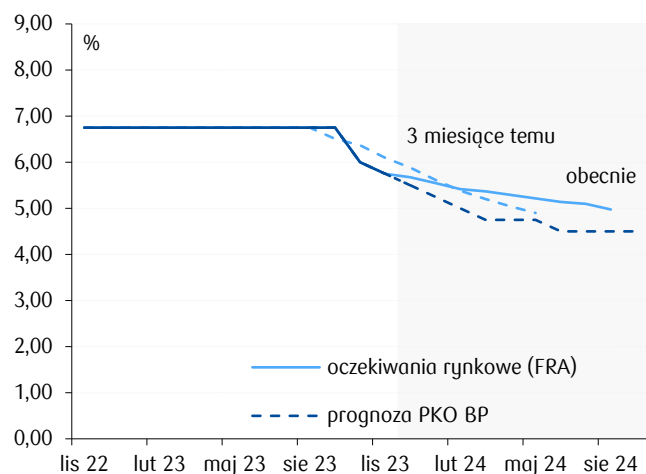
Notowania złotego wobec głównych walut



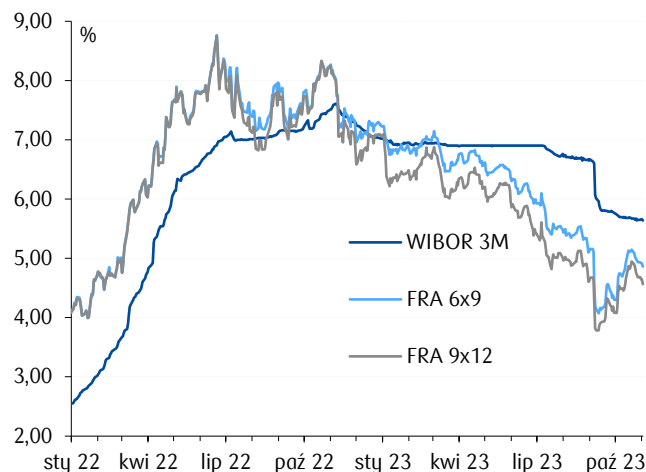
Rentowności polskich obligacji skarbowych



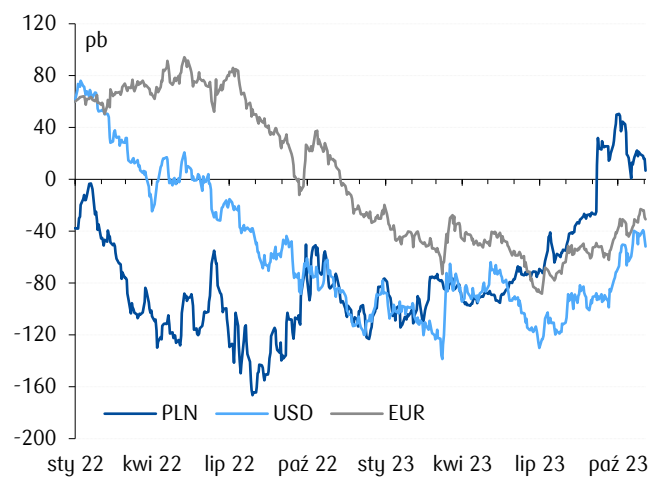
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



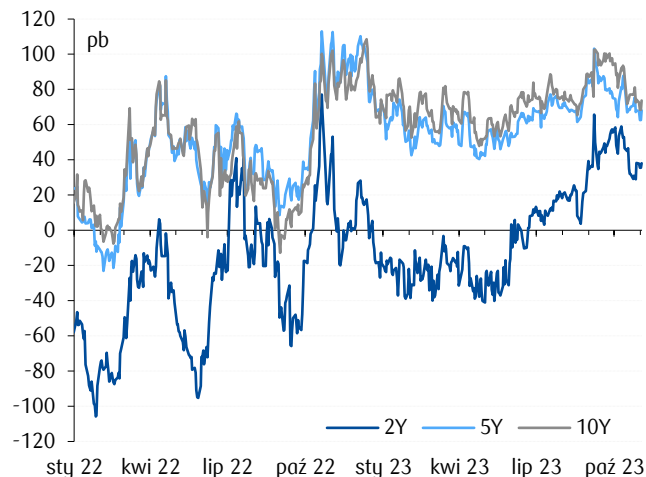
Krótkoterminowe stopy procentowe



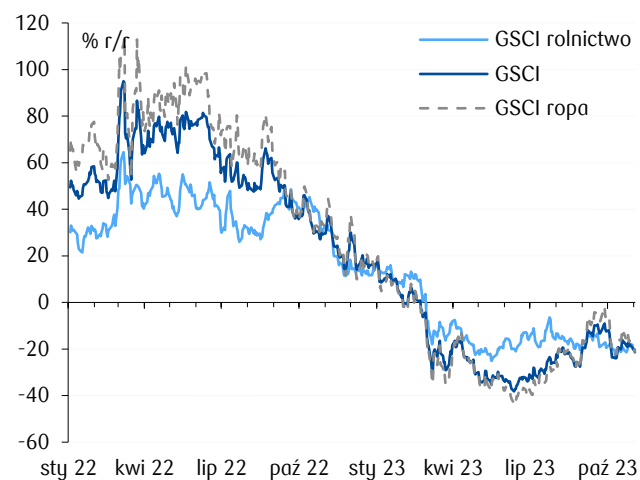
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



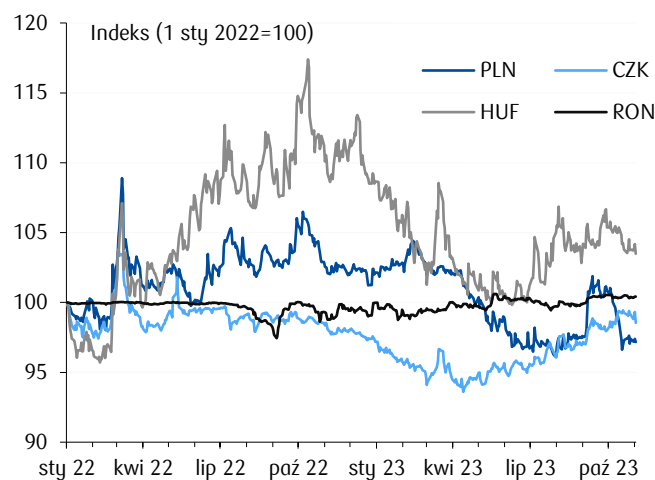
Spread asset swap dla PLN



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.

