

Jastrzębia stabilizacja stóp

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Zmienność na rynku amerykańskim była wczoraj ograniczona, ze względu na brak istotnych publikacji danych makro. Indeks VIX, mierzący zmienność na amerykańskim rynku akcji, kolejny raz się obniżył i jest w najdłuższym trendzie spadkowym od 2015. Rentowność 10-letnich Treasuries spadła do 4,51%. Kurs dolara podlegał nieznacznym wahaniom w oczekiwaniu na wypowiedzi J.Powella, które ostatecznie nie zawierały wskazań odnoszących się do przyszłej ścieżki stóp Fed. W konsekwencji, EURUSD zakończył dzień w pobliżu kursu otwarcia (1,07). Cena ropy Brent kontynuowała spadki, reagując na wtorkową publikację EIA, wskazującą na niższy popyt na ten surowiec. Po decyzji RPP złoty umocnił się względem głównych walut – kurs EURPLN spadł w okolice 4,44, a USDPLN do 4,15. Rentowności krajowych obligacji wzrosły, przede wszystkim na krótkim końcu krzywej. W górę powędrowały też stawki FRA i IRS – jastrzębia wymowa dzisiejszej konferencji Prezesa NBP może nasilić ten ruch.
- W obliczu decyzji RPP o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian, bardzo istotna jest dzisiejsza konferencja Prezesa NBP. Wczorajsza decyzja może wskazywać na zmianę funkcji reakcji RPP, przesuwającą decyzyjny ciężar argumentów z bieżącej inflacji (tym bardziej, że gwałtowna faza dezinflacji jest już za nami) na średnioterminowe perspektywy inflacji, w tym liczne czynniki ryzyka „w górę” i odległy horyzont powrotu inflacji do celu.
- Kalendarz publikacji danych makro na świecie nie jest dziś obszerny. Godne uwagi są tylko tygodniowe statystyki z amerykańskiego rynku pracy. Konsensus wskazuje na podobną liczbę nowych bezrobotnych jak tydzień wcześniej, co potwierdzałoby scenariusz „miękkiego lądowania”.
- Ważniejsze od danych mogą być kolejne wypowiedzi przedstawicieli głównych banków centralnych, w tym prezesa Fed (tym razem w panelu dotyczącym wyzwań dla polityki pieniężnej) oraz prezesów EBC i BoJ.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, w tym stopy referencyjnej na poziomie 5,75%. Zdecydowana większość prognoz wskazywała na obniżkę stóp o 25pb. Takie

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

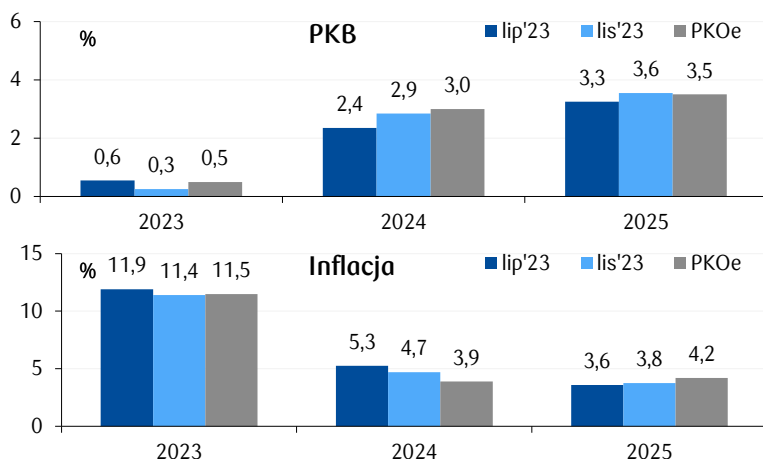
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

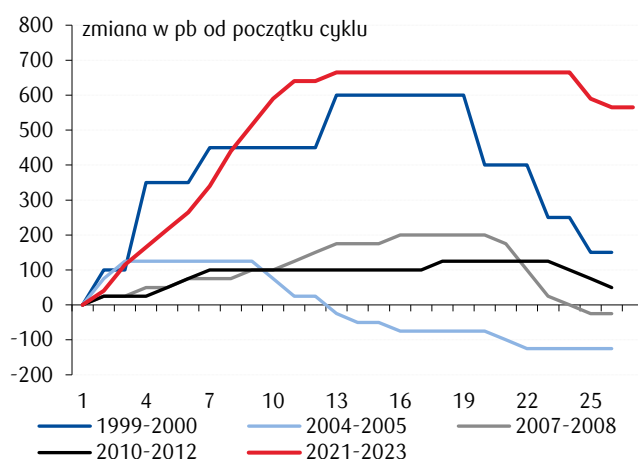
	Wartość 2023-11-08	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4430	-0,4
USDPLN	4,1498	-0,6
CHFPLN	4,6186	-0,4
GBPPLN	5,0980	-0,5
EURUSD	1,0707	0,2
Obligacje:		
PL2Y	5,25	7
PL5Y	5,25	5
PL10Y	5,48	-3
DE10Y	2,61	-5
US10Y	4,51	-6
Indeksy akcyjne:		
WIG	71 542,2	-1,0
DAX	15 229,6	0,5
S&P500	4 382,8	0,1
Nikkei**	32 646,5	1,5
Shanghai Comp.**	3 049,2	-0,1
Surowce:		
Złoto	1958,40	-0,3
Ropa Brent	79,54	-2,5

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.

Projekcje PKB i inflacji



Historyczne cykle zmian stóp procentowych

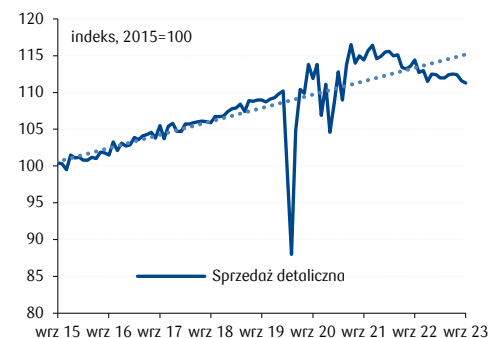


Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski. *szare pola oznaczają prognozę PKO

było też nasze założenie, ale podkreślaliśmy, że możliwy jest też scenariusz braku obniżki. Na listopadowym posiedzeniu RPP dysponowała **nową projekcją PKB i inflacji**. Nowa ścieżka inflacji CPI jest nieco niższa w krótkim terminie, ale w 2025 ma być wyższa niż wskazywano w lipcu. W przypadku PKB prognoza na 2023 została obniżona, a na 2024 i 2025 podniesiona. RPP podkreśliła, że kształtowanie się inflacji jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. Więcej w Makro Flashu: „[A jednak pauza](#)”.

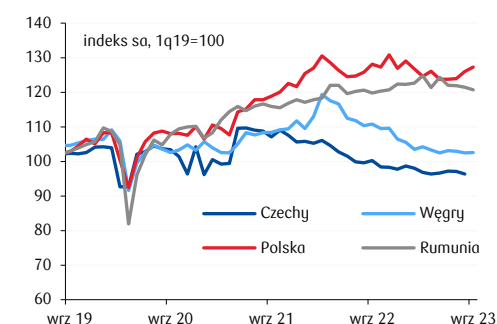
- **EUR: Sprzedaż detaliczna we wrześniu obniżyła się o 2,9% r/r i 0,3% m/m, a skala spadku w ujęciu miesięcznym była silniejsza od oczekiwań.** Spadek sprzedaży dotyczył kategorii nieżywnościowych (-1,9% m/m), przede wszystkim sprzedaży przez Internet i wysyłkowej. Konsumenci zwiększali natomiast wydatki na żywność – sprzedaż w tej kategorii wzrosła o 1,4% m/m, najszybciej od stycznia. Poziom realnej sprzedaży pozostaje wyraźnie poniżej wieloletniego trendu ze względu na niższe dochody realne konsumentów i wysokie stopy procentowe, zwiększające koszt finansowania konsumpcji kredytem. Systematyczny spadek inflacji, przy utrzymującej się dobrej sytuacji na rynku pracy, powinien działać w kierunku ożywienia sektora konsumenckiego, choć na razie nie widać wyraźnych oznak jego nadejścia. Koniunktura konsumencka w strefie euro pozostaje słaba, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej gospodarstw domowych, choć październik przyniósł nieznaczny poprawę ocen odnośnie do możliwości dokonywania większych zakupów. To może zwiastować powolne i niemrawe ożywienie, które najpewniej nabierze tempa wraz z obniżkami stóp EBC.
- **CEE: Dane o sprzedaży detalicznej z Węgier i Rumunii za wrzesień okazały się rozczarowujące, pokazując odpowiednio stagnację w sprzedaży na Węgrzech oraz spadek o 0,7% m/m w Rumunii.** Najwyższa w regionie inflacja przełożyła się na znaczący spadek realnych dochodów na Węgrzech, a co za tym idzie również konsumpcji, trwający mniej więcej od wybuchu wojny w Ukrainie. Dotychczas lepiej radząca sobie Rumunia również łapie zadyszkę, a w przyszłym roku sytuację dodatkowo może pogorszyć nowy pakiet fiskalny zwiększający obciążenia podatkowe. Załżki wzrostowego trendu w sprzedaży detalicznej są obserwowane w regionie na razie jedynie w Polsce, a Czechy znajdują się jeszcze poniżej poziomów sprzed pandemii.
- **EUR: Mediana oczekiwań inflacyjnych w strefie euro w październiku istotnie wzrosła, z 3,5% do 4,0% we wrześniu, po okresie 3-miesięcznej stabilizacji.** Tym samym, oczekiwana w horyzoncie roku inflacja jest najwyższa od kwietnia, pomimo postępującej dezinflacji i równoważenia się czynników ryzyka dla prognozowanej ścieżki dynamiki cen, na co wskazuje EBC. Wynikowi towarzyszył wzrost deklarowanej przez respondentów niepewności dotyczącej oczekiwanej inflacji. Jednocześnie, oczekiwania w horyzoncie 3 lat pozostały bez zmian. Pogorszeniu uległy oceny przyszłej sytuacji gospodarczej – oczekuje się spadku PKB o 1,2% w perspektywie 12m vs -0,8% w sierpniu oraz wzrostu stopy bezrobocia do 11,4% z 11,1% w sierpniu.
- **GER: Inflacja CPI i HICP w październiku została potwierdzona na poziomie odpowiednio 3,8% r/r i 3,0% r/r, co oznacza, że jest najniższa od lata 2021.** Dezinflacja ma szeroki charakter, spadają ceny energii, a dynamika cen żywności i kategorii bazowych hamuje.
- **EUR: M.Kazaks (Bank Litwy) stwierdził, że rozpoczęcie obniżek stóp procentowych będzie możliwe dopiero wtedy, gdy EBC będzie pewien, że inflacja wraca do celu. J.Nagel (Bundesbank) powiedział, że jest zbyt wcześnie na rozmowy o obniżkach stóp procentowych, a dyskusja na ten temat nie jest pomocna w walce z inflacją. W podobnym tonie wypowiedział się również G.Makhlouf (Bank Irlandii). Główny ekonomista EBC, Ph.Lane, ocenił, że powrót inflacji do celu może zająć trochę czasu, a B.Vujcic (Bank Chorwacji)**

Sprzedaż detaliczna w strefie euro



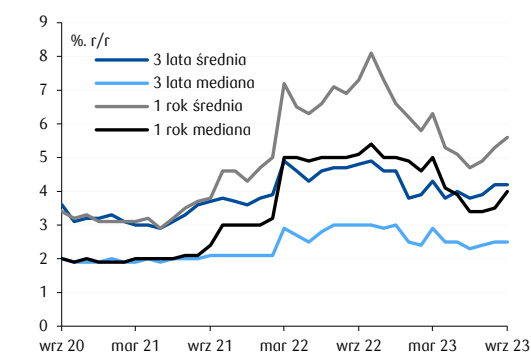
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sprzedaż detaliczna w regionie CEE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

stwierdził, że może on być trudny ze względu na czynniki strukturalne, takie jak deglobalizacja, demografia i zmiany klimatu.

- **ROM:** Bank centralny Rumunii pozostawił główną stopę procentową bez zmian na poziomie 7,0%. W komunikacie zwrócono uwagę, że nowa projekcja (najnowszy *Raport o Inflacji* zostanie opublikowany w piątek) pokazuje wyższą ścieżkę inflacji w 2024 niż w poprzedniej rundzie progностycznej, w szczególności wzrost inflacji na początku roku, w związku z nowym pakietem fiskalnym obejmującym wprowadzenie nowych podatków. W dalszej części roku inflacja będzie się obniżać, tempo dezinflacji przyspieszy jednak w 2025, a w horyzoncie projekcji inflacja obniży się do dopuszczalnego przedziału odchyleń od celu. W tych warunkach podtrzymujemy oczekiwania, że bank centralny Rumunii będzie ostatnim w regionie, który rozpocznie obniżki stóp procentowych.
- **USA:** Prezes Fed, **J.Powell**, w przemówieniu z okazji rocznicy powstania Departamentu Badań i Statystyki w Fed, zaapelował do ekonomistów o większą elastyczność w stosowaniu metod progностycznych. Nie odniósł się jednak do kwestii stóp procentowych. **P.Harker** (Philadelphia Fed) ocenił, że ostatnia decyzja FOMC o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian była zasadna, a przed kolejnym posiedzeniem Fed powinien podsumować skalę oddziaływania dotychczasowych podwyżek. Jednocześnie dodał, że obniżki stóp nie nastąpią prędko. **L.Cook (Fed)** stwierdziła, że natężenie napięć geopolitycznych może rozlać się po gospodarce światowej, w tym prowadzić do wyższej inflacji. Konflikt na Bliskim Wschodzie może wygenerować kolejne czynniki ryzyka dla światowego rynku energii i rynku finansowego, a także zwiększyć wyzwania związane z migracją. **L.Cook** zwróciła uwagę na zagrożenia związane z rosnącą awersją do ryzyka, które mogą doprowadzić do spadków cen aktywów oraz wynikających z nich strat dla inwestorów.
- **CHN:** Inflacja CPI w październiku powróciła w rejony deflacyjne – wskaźnik spadł do -0,2% r/r z 0% r/r we wrześniu i był nieco niższy od oczekiwań (kons: -0,1% r/r). W kierunku spadku cen konsumenta najsilniej oddziaływały ceny żywności (-4,0% r/r), przede wszystkim wieprzowiny (spadek o 30,1% r/r), stanowiącej istotny element koszyka konsumpcyjnego. Wysoka podaż pogłównia wskazuje, że w warunkach słabego popytu czynnik ten może oddziaływać deflacyjnie jeszcze przez jakiś czas. Po stronie producenta deflacja trwa już od 13 miesięcy, wskaźnik PPI w październiku spadł nieznacznie, z -2,5% r/r do -2,6% r/r, a ceny w ujęciu miesięcznym nie zmieniły się.

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	--	3,8
GER: Inflacja HICP (paź, rew.)	8:00	% r/r	4,3	3,0	--	3,0
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz)	11:00	% r/r	-1,8	-3,1	--	-2,9
POL: Stopa referencyjna NBP (lis)	--	%	5,75	5,50	5,50	5,75
Czwartek, 9 listopada						
CHN: Inflacja CPI (paź)	2:30	% r/r	0,0	-0,1	--	-0,2
CHN: Inflacja PPI (paź)	2:30	% r/r	-2,5	-2,7	--	-2,6
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)	--

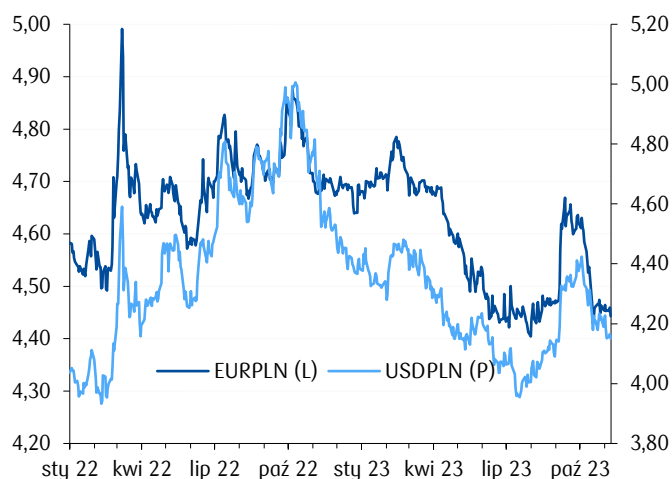
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-11-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4430	-0,4	-0,5	-1,8	-5,5	-2,3
	USDPLN	4,1498	-0,6	-2,0	-2,6	-11,5	6,9
	CHFPLN	4,6186	-0,4	-0,8	-2,2	-3,1	8,5
	GBPPLN	5,0980	-0,5	-0,7	-2,8	-4,7	1,3
	EURUSD	1,0707	0,2	1,6	0,8	6,8	-8,6
	EURCHF	0,9620	0,0	0,3	0,3	-2,5	-9,9
	GBPUSD	1,2288	-0,1	1,4	-0,2	8,0	-5,4
	USDJPY	150,86	0,2	-0,1	1,1	3,1	44,4
	EURCZK	24,60	-0,1	-0,3	0,3	1,1	-8,5
	EURHUF	378,90	0,2	-1,3	-2,1	-5,8	4,5
Obligacje	PL2Y	5,25	7	7	7	-258	524
	PL5Y	5,25	5	-7	-14	-272	493
	PL10Y	5,48	-3	-19	-30	-222	433
	DE2Y	3,07	0	3	-3	95	387
	DE5Y	2,56	-2	-4	-10	46	338
	DE10Y	2,61	-5	-15	-11	44	325
	US2Y	4,93	2	-3	-6	30	479
	US5Y	4,52	-2	-16	-7	24	420
	US10Y	4,51	-6	-25	-6	36	375
Akcje	WIG	71 542,2	-1,0	-0,1	6,7	34,2	51,3
	WIG20	2 140,2	-1,3	-0,4	8,3	30,2	30,4
	S&P500	4 382,8	0,1	3,4	0,1	16,9	27,3
	NASDAQ100	15 313,2	0,1	4,4	0,5	41,8	30,0
	Shanghai Composite**	3 050,4	-0,1	0,9	-0,9	0,1	-6,9
	Nikkei**	32 646,5	1,5	3,3	2,2	17,8	37,8
	DAX	15 229,6	0,5	2,1	-1,5	11,4	23,6
	VIX	16,05	-1,7	-10,1	-7,5	-40,6	-45,0
Surowce	Ropa Brent	79,5	-2,5	-6,0	-7,3	-14,2	92,9
	Ropa WTI	75,9	-2,6	-6,3	-9,1	-11,5	94,8
	Złoto	1958,4	-0,3	-1,3	4,7	14,1	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.

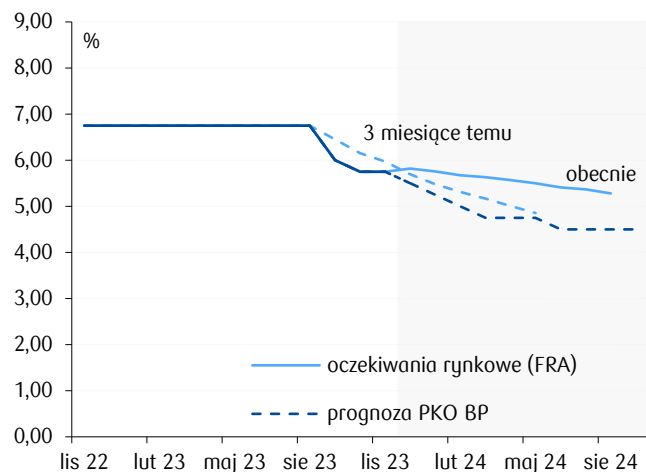
Notowania złotego wobec głównych walut



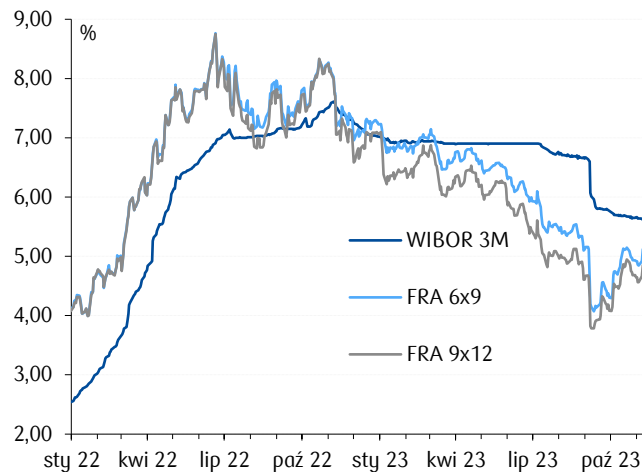
Rentowności polskich obligacji skarbowych



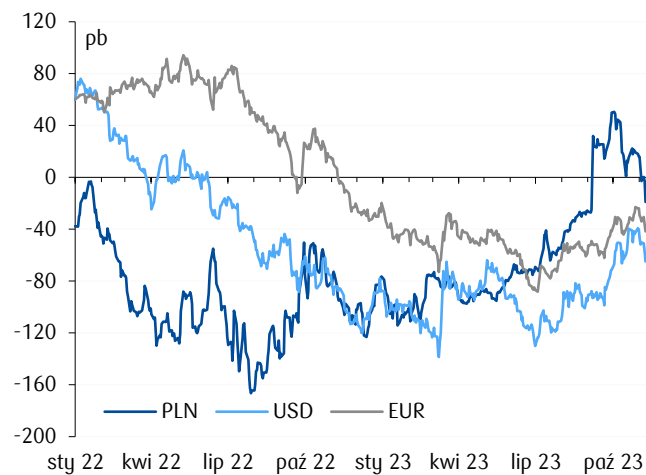
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



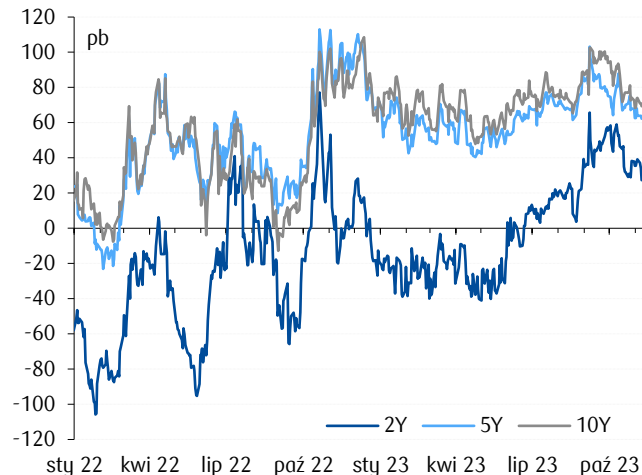
Krótkoterminowe stopy procentowe



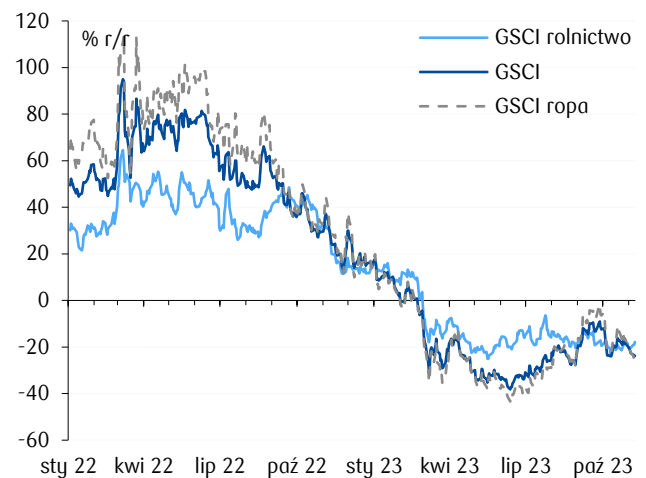
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



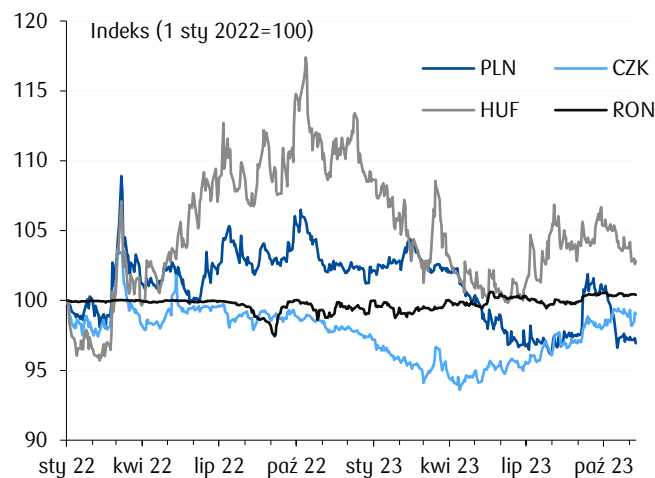
Spread asset swap dla PLN



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.

