

## Strach ma wielkie oczy

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Dobre wyniki big-techów opublikowane w piątek** przyczyniły się do wzrostu indeksów akcyjnych na Wall Street. Rentowności obligacji nieznacznie się obniżyły, pomimo wzrostu impetu inflacji bazowej PCE. Zmienność na bazowych rynkach długu była jednak ograniczona. Na rynku krajowym piątkowa sesja również należała do spokojnych – ani PLN, ani rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie. Cały zeszły tydzień przyniósł natomiast poprawę wycen polskich obligacji (spadek rentowności o blisko 20pb) i stabilizację złotego. **Notowania z dzisiejszego poranka pokazują, że rynek spokojnie przyjął rozpoczętą w trakcie weekendu ofensywę lądową Izraela w Strefie Gazy.** Cena ropy Brent nawet delikatnie spadła, co sugeruje, że wcześniej wyceniony był bardziej gwałtowny przebieg konfliktu. Na podobnej zasadzie lekko osłabły również amerykańskie obligacje i złoto. EURUSD jest bez większych zmian.
- Ten tydzień będzie obfity w posiedzenia banków centralnych.** Najważniejsze będzie posiedzenie FOMC w środę, ale **na pierwszy ogień pójdzie japoński bank centralny we wtorek**, który raczej nie zmieni poziomu stóp procentowych. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, posiedzeniu ma towarzyszyć przedstawienie nowych prognoz inflacji na kolejny rok fiskalny, a doniesienia prasowe wskazują, że prognoza może zostać podniesiona z 2,5% do 3,0%. Na początku września prezes BoJ, K.Ueda, sygnalizował możliwość zakończenia polityki ujemnych stóp, gdy bank będzie przekonany o trwałym wzroście inflacji. Rewizja prognozy inflacji uprawdopodobniałaby taki scenariusz.
- Uczestnicy rynków najbardziej wyczekują środowego posiedzenia FOMC. Podtrzymujemy przewidywania, że stopy procentowe Fed pozostaną bez zmian.** Na taki wariant wskazują wypowiedzi J.Powella oraz niektórych szefów regionalnych oddziałów Fed (m.in. P.Harker), którzy sygnalizowali, że bieżący poziom stóp procentowych pozwoli na realizację mandatu banku centralnego, w szczególności mając na uwadze nie w pełni zrealizowany wpływ podwyżek na gospodarkę oraz dodatkowe zacieśnienie warunków finansowych wynikające ze wzrostu rentowności obligacji. Czynnikiem ryzyka, który oddala definitywne zakończenie cyklu, są ostatnie bardzo

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

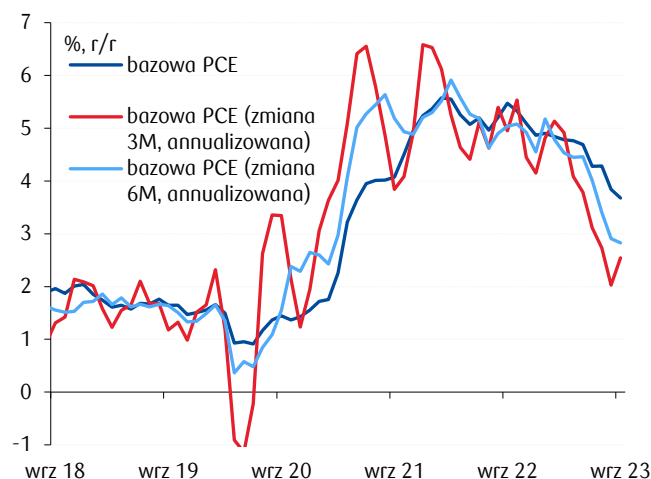
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-10-27	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4.4635	0.3
USDPLN	4.2192	0.0
CHFPLN	4.6737	-0.5
GBPPLN	5.1216	0.2
EURUSD	1.0579	0.3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5.22	4
PL5Y	5.40	-6
PL10Y	5.77	-5
DE10Y	2.84	-2
US10Y	4.83	-1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	70 290.3	-0.7
DAX	14 687.4	-0.3
S&P500	4 117.4	-0.5
Nikkei**	30 674.7	-1.0
Shanghai Comp.**	3 022.3	0.1
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1981.90	0.1
Ropa Brent	90.48	2.9

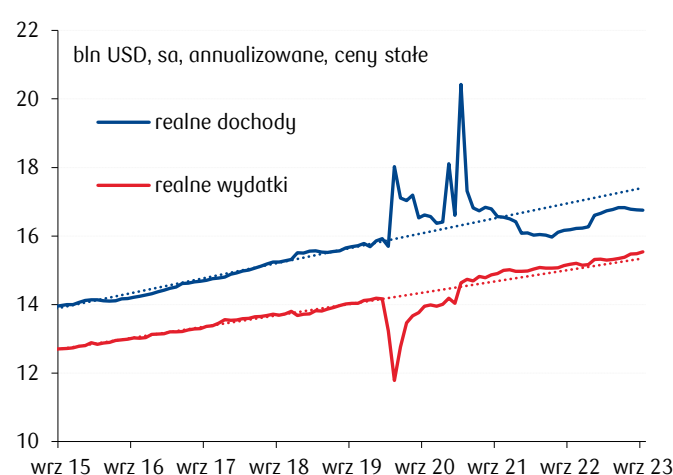
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja bazowa PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Wydatki i dochody Amerykanów na tle trendów



mocne dane z gospodarki realnej (przed wszystkim PKB za 3q23). Zakładamy jednak, że Fed dostrzeże w nich także sygnał pewnego osłabienia, takie jak spadek realnych dochodów i stopy oszczędności, a także inwestycji niemieszkaniaowych (nakłady na maszyny i urządzenia).

- **W czwartek czeka nas kumulacja decyzji banków centralnych, choć mało ekscytująca ze względu na zakładany przez nas brak zmian w poziomie stóp w Wielkiej Brytanii, Czechach i Norwegii.** Prezes BoE zasignalizował niedawno, że stopa procentowa w niedalekiej przyszłości może się utrzymywać na obecnym poziomie, dopóki nie pojawią się wyraźne dowody na ustępowanie presji inflacyjnej. W Czechach systematycznie rośnie apetyt na obniżki stóp procentowych - ankieta banku centralnego przeprowadzona wśród analityków finansowych wskazuje na pierwszą obniżkę przed końcem 2023. Wysoką niepewność najlepiej podsumowuje ubiegłotygodniowa wypowiedź członka zarządu CNB, J.Kubicka, który stwierdził, że ryzyka są tak sprzeczne, że nie wie jeszcze jak zagłosuje. Z kolei decyzję Norges Banku o braku zmian stóp będą wspierać korzystne zaskoczenia inflacyjne oraz słabe dane o aktywności gospodarczej.
- **W piątek poznamy raport z rynku pracy w USA za październik.** Wcześniej w trakcie tygodnia pojawią się inne informacje z tego ważnego obszaru: ankieta JOLTS oraz raport ADP w środę oraz tygodniowego statystyki nt. nowych bezrobotnych w czwartek. Konsensus wskazuje, że piątkowy raport pokaże zmniejszenie dynamiki zatrudnienia poza rolnictwem przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,8%, spowolnieniu wzrostu płac (do 4% r/r) i kurczącej się liczbie nieobsadzonych wakatów.
- **W kraju wydarzeniem tygodnia będzie publikacja wstępnego szacunku inflacji za październik (wt.). Szacujemy, że nastąpił dalszy, wyraźny spadek poniżej 7% r/r.** Dzisiaj natomiast przekonamy się, jakie było tempo dezinflacji w Niemczech (kons. dla CPI na październik to 4,0% r/r wobec 4,5% r/r we wrześniu). Spadek inflacji w październiku prognozowany jest także dla strefy euro (HICP powinien obniżyć z 4,3% r/r we wrześniu do 3,1% r/r) - te dane poznamy we wtorek.
- **W pierwszej części tygodnia poznamy też dane o PKB ze strefy euro za 3q23 (wt.), a już dziś niemiecki urząd statystyczny opublikuje szacunek PKB dla największej gospodarki UE.** W Niemczech oczekuje się pogłębienia spadku PKB do 1,1% r/r wobec -0,6% r/r w 2q23, a w całej strefie euro powinien utrzymać się niewielki wzrost (0,2% r/r).
- **W tym tygodniu poznamy także kolejne wskaźniki koniunktury za październik z głównych gospodarek oraz z Polski.** Zarówno w strefie euro, jak i USA nie powinny one zaskoczyć i najpewniej potwierdzą wciąż słabą koniunkturę w europejskim przemyśle oraz relatywnie lepszą po drugiej stronie oceanu. Takie tendencje sygnalizują wstępne szacunki indeksów PMI. Przemysłowy PMI w strefie euro, mimo poprawy w Niemczech, mógł nieco spaść m.in. za sprawą słabszych nastrojów we francuskich firmach. Niewielki spadek oczekiwany jest również w przypadku koniunktury gospodarczej mierzonej wskaźnikiem ESI. Z kolei w USA prawdopodobny jest wzrost wskaźnika PMI i stabilizacja indeksu ISM dla przetwórstwa (oba zostaną opublikowane w środę). Ciekawy będzie też wynik badania Caixin PMI dla Chin, śledzony z uwagą po lepszych od oczekiwań danych o PKB za 3q23 (oczekiwany jest wzrost przemysłowego PMI). **W przypadku PMI dla polskiego przemysłu oczekujemy niewielkiego wzrostu, w ślad za poprawą indeksu w Niemczech i przy wzroście indeksów koniunktury GUS.**

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** Dochody Amerykanów we wrześniu wzrosły o 0,3% m/m, a wydatki o 0,7% m/m. W ujęciu realnym dochody spadły trzeci miesiąc z rzędu (we wrześniu o 0,1% m/m), a wydatki wzrosły po raz szósty z rzędu (we wrześniu

o 0,4% m/m). Dane wskazują więc, że w 3q23 nie tylko lipiec stał pod znakiem solidnego wzrostu wydatków konsumpcyjnych, co jest dobrym prognostykiem na kolejne miesiące. Wzrost wydatków przy spadających dochodach jest możliwy m.in. ze względu na spadającą stopę oszczędności Amerykanów – we wrześniu obniżyła się ona do 3,4% – oraz rosnące zadłużenie na kartach kredytowych. Pojawia się jednak coraz więcej sygnałów, że tak mocne wzrosty mogą się nie utrzymać. Czynnikiem ograniczającym konsumpcję może być m.in. wznowienie od października spłat kredytów studenckich, zawieszonych na czas pandemii. Ich wartość wynosi ok. 1,75 bln USD i posiada je 40 mln Amerykanów (szacowany wpływ na PKB przez kanał obniżonej konsumpcji to -0,2pp). Konsumpcja prywatna w USA w ostatnich latach systematycznie zaskakiwała jednak odpornością na szoki (m.in. inflacyjne, podwyżek stóp procentowych), więc nie jest wykluczona kolejna niespodzianka. Scenariuszem bazowym pozostaje miękkie lądowanie, czyli tylko stopniowe wyhamowanie wzrostu wydatków konsumentów.

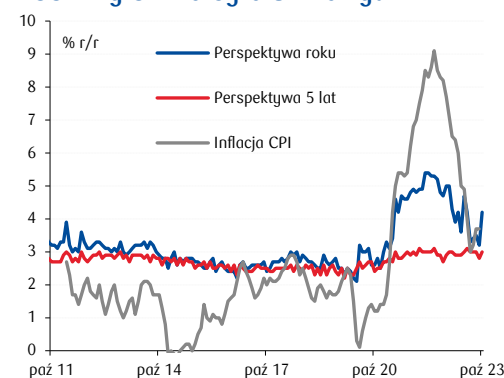
- **USA:** Deflator PCE we wrześniu wyniósł 3,4% r/r i pozostał bez zmian względem sierpnia (rewizja z 3,5% r/r). W ujęciu miesięcznym poziom cen wzrósł o 0,4%, o tyle samo co miesiąc wcześniej. Deflator bazowy spadł zgodnie z oczekiwaniami, do 3,7% r/r z 3,8% r/r w sierpniu (rewizja w dół z 3,9% r/r). W ciągu miesiąca poziom cen bazowych wzrósł o 0,3% m/m, silniej niż w poprzednich 3 miesiącach. Dane jasno wskazują na postępującą dezinflację – zannualizowany impet cen bazowych wynosi 2,5% – to już niewiele powyżej celu Fed.
- **USA:** Finalny wynik koniunktury konsumenckiej za październik wg Uniwersytetu Michigan wskazał na spadek indeksu do 63,8 pkt. (wstępnie 63,0 pkt.) z 67,9 pkt. we wrześniu. Spadek miał miejsce po dwóch miesiącach stabilizacji i wynikał w dużej mierze z pogorszenia nastrojów wśród najczęściej zarabiających konsumentów, posiadających znaczne portfele akcyjne. Pełne dane potwierdziły też znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych – w perspektywie roku do 4,2% z 3,2% w wrześniu (najwyżej od maja 2023), a długoterminowych do 3,0% z 2,8%.
- **EUR/POL:** Ministerstwo Finansów w przedstawionej Komisji Europejskiej notyfikacji fiskalnej, wskazuje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2023 wyniesie 192,1 mld PLN (5,6% PKB) wobec 112,8 mld PLN (3,7% PKB) w 2022. Oczekiwania MF są spójne z naszą prognozą tegorocznego deficytu sektora fiskalnego (5,5% PKB), o której szerzej pisaliśmy w [Kwartalniku Ekonomicznym](#). Płatności odsetkowe mają w tym roku wynieść 71,1 mld PLN (2,1% PKB) wobec 47,3 mld PLN (1,5% PKB) w 2022. Dług publiczny na koniec 2023 ma stanowić 49,3% PKB (1,699 bln PLN) wobec 49,1% PKB w 2022. Nasza prognoza zakłada silniejszy wzrost, do 50,9% PKB.
- **POL:** Premier M.Morawiecki na konferencji prasowej powiedział, że deficyt budżetu centralnego będzie prawdopodobnie niższy niż maksymalny deficyt zapisany w znowelizowanej ustawie budżetowej na 2023 (92 mld PLN).
- **POL:** Prezes PFR P.Borys powiedział, że stan finansów publicznych jest dobry, czego dowodem jest poprawa oceny wiarygodności polskiego długu ze strony agencji ratingowych w ciągu ostatnich 6 lat. Jego zdaniem obecny deficyt budżetowy (ok. 4,5% PKB) jest wynikiem dodatkowych wydatków na obronność oraz wydatków społecznych. W budżecie nie ma wg niego przestrzeni do realizacji wszystkich obietnic wyborczych, ponieważ mogłoby to skutkować pogłębieniem deficytu do niebezpiecznego poziomu, a nowy rząd nie powinien iść na kompromisy w sprawie wydatków na obronność. Według P.Borysa w poprzedniej kadencji parlamentu nie udało się uprościć systemu podatkowego. Prezes PFR powiedział, że jest zwolennikiem koncepcji jednolitej daniny.

## Stopa oszczędności Amerykanów\*



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. \*szczyt w kwietniu 2020 na poziomie 32%.

## Oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA wg Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** Jeden z liderów Trzeciej Drogi **S.Hołownia** powiedział, że Prezydent A.Duda podczas konsultacji dał do zrozumienia, że jeśli KO, Nowa Lewica i Trzecia Droga przedstawią skład rządu i umowę koalicyjną, to już w pierwszym kroku desygnuje na premiera kandydata z tej koalicji. Zgodnie z Konstytucją Prezydent RP w ciągu 2 tygodni (maksymalnie 27 listopada) od pierwszego posiedzenia Sejmu (13 listopada) desygnuje Prezesa Rady Ministrów, a jeśli nie uzyska on w Sejmie wotum zaufania, to Prezesa RM wybierze Sejm.
- **EUR:** Według doniesień Bloomberg'a **kanclerz Niemiec O.Scholz** powiedział na zamkniętym spotkaniu liderów UE, że nadszedł czas by ograniczyć skalę wydatków bloku m.in. na nowe działania, takie jak pomoc dla Ukrainy czy politykę uchodźczą, biorąc pod uwagę ograniczoną przestrzeń fiskalną na ich finansowanie. Według doniesień Bloomberg'a wśród liderów UE nie ma politycznego poparcia dla nowych programów fiskalnych, poza tymi związanymi z Ukrainą. **Prezes EBC Ch.Lagarde** zaapelowała do liderów UE o osiągnięcie porozumienia politycznego w sprawie reguł fiskalnych jeszcze przed zakończeniem roku.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 27 października</b>						
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
<b>Poniedziałek, 30 października</b>						
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	-0,6	-1,1	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paź, rew.)	11:00	pkt.	-17,8	-17,9	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paź)	11:00	pkt.	93,3	93,0	--	--
GER: Inflacja CPI (paź, wst.)	14:00	% r/r	4,5	4,0	--	--
GER: Inflacja HICP (paź, wst.)	14:00	% r/r	4,3	3,3	--	--
<b>Wtorek, 31 października</b>						
JP: Posiedzenie BoJ (paź)	--	%	-0,1	-0,1	-0,1	--
<b>POL: Inflacja CPI (paź, wst.)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>	<b>&lt;7,0</b>	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,5	0,2	--	--
EUR: Inflacja HICP (paź)	11:00	% r/r	4,3	3,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź, wst.)	11:00	% r/r	4,5	4,2	--	--
USA: Ceny nieruchomości (sie)	14:00	% r/r	0,1	1,6	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paź)	15:00	pkt.	103	100,3	--	--
<b>Środa, 1 listopada</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (paź)	2:45	pkt.	50,6	50,8	--	--
USA: Raport ADP (paź)	13:15	tys.	89	135	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	14:45	pkt.	49,8	50,0	--	--
USA: Raport JOLTS (wrz)	15:00	mln	9,61	9,20	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (paź)	15:00	pkt.	49,0	49,0	--	--
<b>USA: Posiedzenie Fed (lis)</b>	<b>19:00</b>	<b>%</b>	<b>5,25-5,50</b>	<b>5,25-5,50</b>	<b>5,25-5,50</b>	--
<b>Czwartek, 2 listopada</b>						
<b>POL: PMI w przetwórstwie (paź)</b>	<b>9:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>43,9</b>	<b>44,3</b>	<b>44,4</b>	--
GER: Stopa bezrobocia (paź)	9:55	%	5,7	5,8	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	9:55	pkt.	39,6	40,7	--	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (lis)	10:00	%	4,25	4,25	4,25	--
EUR: PMI w przetwórstwie (paź, rew.)	10:00	pkt.	43,4	43,0	--	--
UK: Posiedzenie BoE (lis)	13:00	%	5,25	5,25	5,25	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (paź)	13:30	tys.	210	210	--	--
CZ: Posiedzenie banku centralnego (lis)	14:30	%	7,00	6,75	7,00	--
USA: Zamówienia fabryczne (wrz)	15:00	% m/m	1,2	1,1	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz, rew.)	15:00	% m/m	4,7	-0,1	--	--
<b>Piątek, 3 listopada</b>						
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	--	--

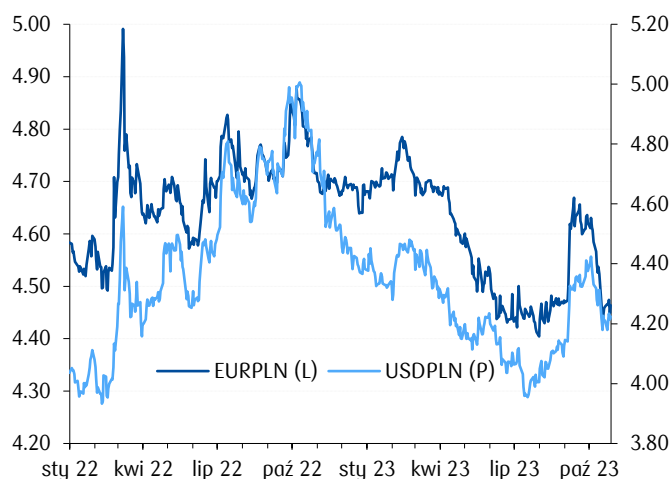
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-10-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4.4635	0.3	0.1	-3.4	-5.4	-2.4
	USDPLN	4.2192	0.0	0.1	-3.3	-11.0	9.2
	CHFPLN	4.6737	-0.5	-1.1	-2.1	-1.8	9.6
	GBPPLN	5.1216	0.2	0.0	-4.0	-6.9	1.9
	EURUSD	1.0579	0.3	-0.1	-0.1	6.3	-10.6
	EURCHF	0.9551	0.8	1.2	-1.4	-3.7	-11.0
	GBPUSD	1.2145	0.1	0.0	-0.5	4.8	-6.9
	USDJPY	149.61	-0.5	-0.2	0.3	1.4	42.7
	EURCZK	24.64	0.0	-0.1	1.1	0.6	-9.6
	EURHUF	382.55	0.0	0.1	-1.5	-7.3	4.6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5.22	4	-13	19	-317	521
	PL5Y	5.40	-6	-22	14	-296	489
	PL10Y	5.77	-5	-20	-14	-239	453
	DE2Y	3.10	-3	-8	-11	117	386
	DE5Y	2.69	-4	-9	-9	70	346
	DE10Y	2.84	-2	-5	0	75	341
	US2Y	5.00	-4	-8	-5	58	485
	US5Y	4.75	-4	-10	14	57	438
	US10Y	4.83	-1	-8	26	82	399
<b>Akcje</b>	WIG	70 290.3	-0.7	2.8	7.5	41.9	46.9
	WIG20	2 103.7	-0.8	3.7	9.8	39.4	27.9
	S&P500	4 117.4	-0.5	-2.5	-4.0	5.5	18.8
	NASDAQ100	14 180.4	0.5	-2.6	-3.6	22.8	21.3
	Shanghai Composite**	3 023.5	0.2	1.4	-2.8	3.7	-7.8
	Nikkei**	30 658.3	-1.1	-1.9	-3.8	13.1	30.4
	DAX	14 687.4	-0.3	-0.8	-4.5	10.9	16.1
	VIX	21.19	3.2	2.2	19.2	-19.3	-26.4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	90.5	2.9	-1.8	-5.1	-5.5	116.6
	Ropa WTI	86.1	2.8	-2.2	-5.1	-2.0	117.1
	Złoto	1981.9	0.1	-0.6	6.7	20.8	4.3

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

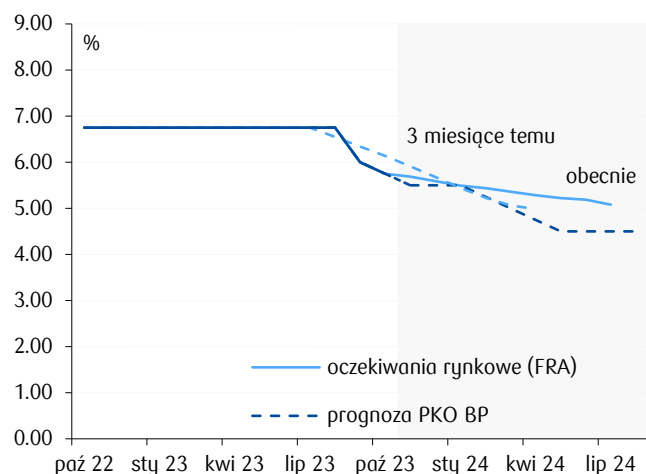
## Notowania złotego wobec głównych walut



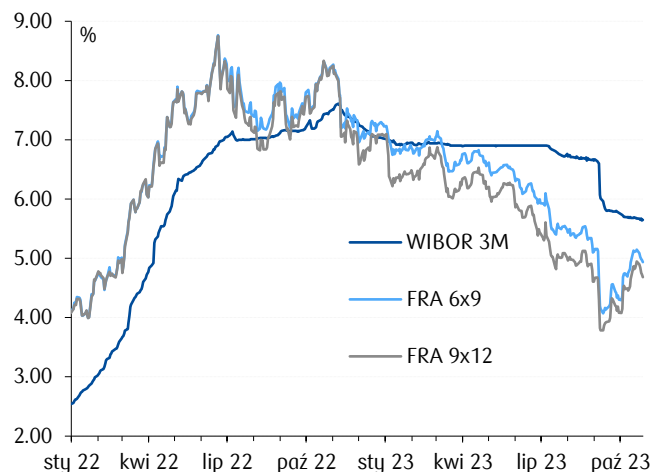
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



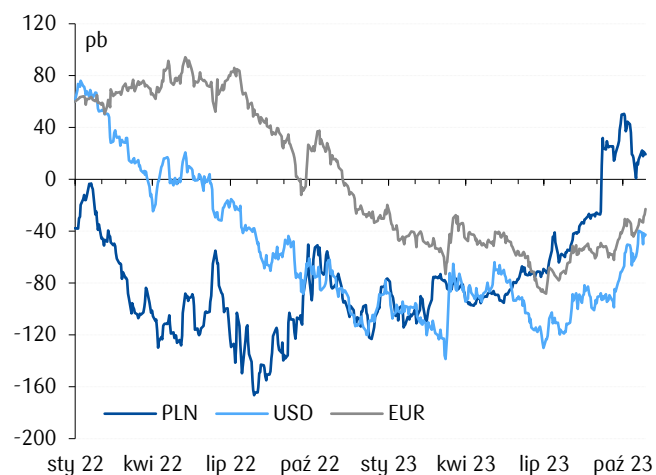
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



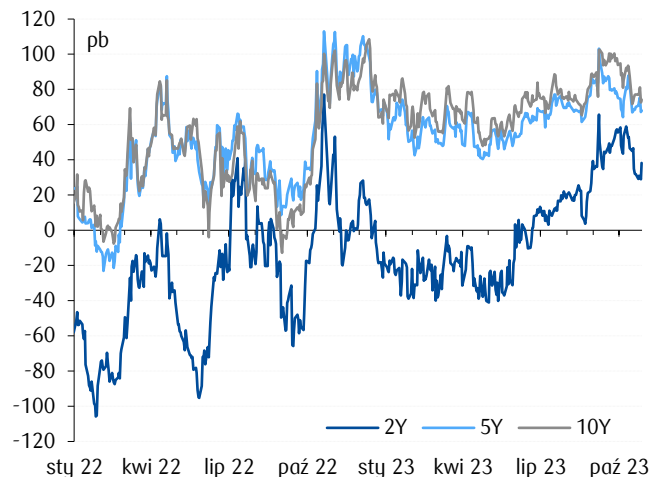
### Krótkoterminowe stopy procentowe



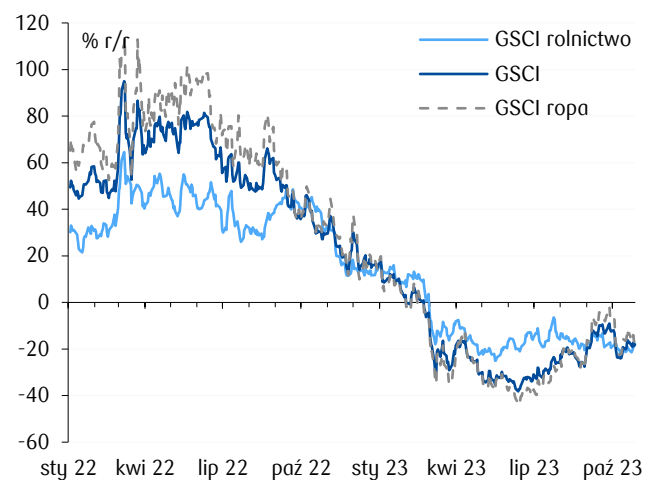
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



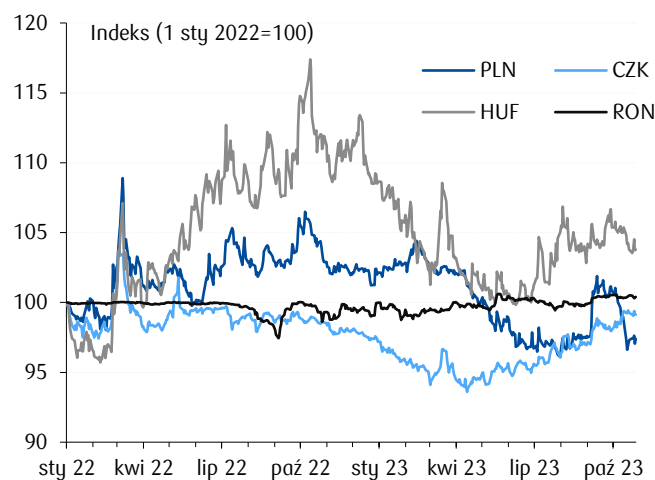
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

