

## Pozytywna niespodzianka inflacyjna

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Lepsze od oczekiwań dane inflacyjne z USA wywołały dużą poprawę nastrojów inwestycyjnych.** Indeksy giełdowe mocno wzrosły, a rentowności obligacji gwałtownie się obniżyły na fali rosnącego przekonania, że cykl podwyżek stóp Fed już się zakończył, a 2024 będzie rokiem obniżek. Wzrosty na giełdzie obejmowały zdecydowaną większość akcji, od banków regionalnych po spółki technologiczne. Po publikacji inflacji dolar gwałtownie się osłabił – kurs EURUSD wzrósł z okolic 1,07 do 1,088. Sytuacja globalna wspierała złoto, który wobec euro umocnił się do 4,40, a względem dolara poniżej 4,05.
- **Dziś w centrum zainteresowania rynków znajdują się amerykańskie dane o sprzedaży detalicznej za październik.** Zgodny z oczekiwaniami spadek sprzedaży, w połączeniu z doniesieniami sieci handlowych na temat słabego popytu, który wymusza promocje cenowe, mogłby jeszcze wzmocnić wiarę w zmianę nastawienia Fed i nadchodzące obniżki stóp procentowych.
- **W strefie euro poznamy dane nt. produkcji przemysłowej za wrzesień.** Nie przyniesie ona raczej pozytywnych informacji. Konsensus wskazuje na pogłębienie rocznego spadku produkcji na fali słabego popytu zagranicznego i problemów branż energochłonnych.
- **W kraju poznamy dziś pełne dane o inflacji CPI za październik.** Szacunek flash wskazał na spadek inflacji do 6,5% r/r z 8,2% r/r we wrześniu, przy dalszym obniżeniu się inflacji bazowej, wg naszego szacunku do 8,0% r/r z 8,4% r/r we wrześniu. W przypadku inflacji CPI nie można naszym zdaniem wykluczyć delikatnej rewizji w górę ze względu na wyraźnie wzrostowy trend cen paliw w trakcie miesiąca.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** Inflacja CPI w październiku obniżyła się do 3,2% r/r z 3,7% r/r we wrześniu i była nieznacznie (o 0,1pp) niższa od oczekiwań. W ujęciu m/m ceny konsumpcyjne nie zmieniły się, co było wypadkową spadku cen energii (o 2,5% m/m) oraz lekkiego wzrostu cen żywności (+0,3% m/m) i w kategoriach bazowych (+0,2% m/m). **Inflacja bazowa nieoczekiwanie obniżyła się do 4,0% r/r z 4,1% r/r miesiąc wcześniej**, a jej impet jest coraz

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

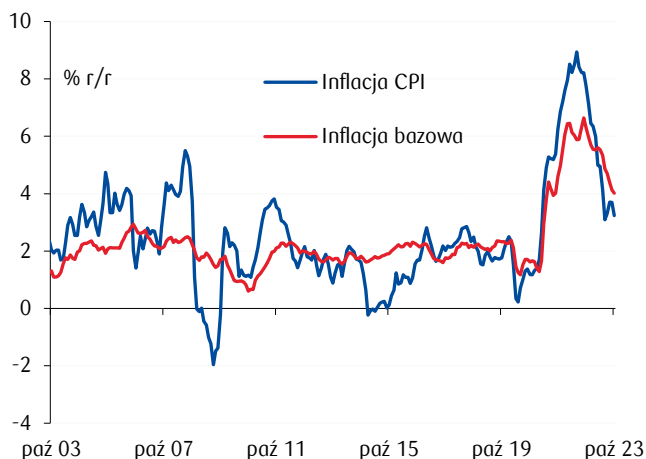
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

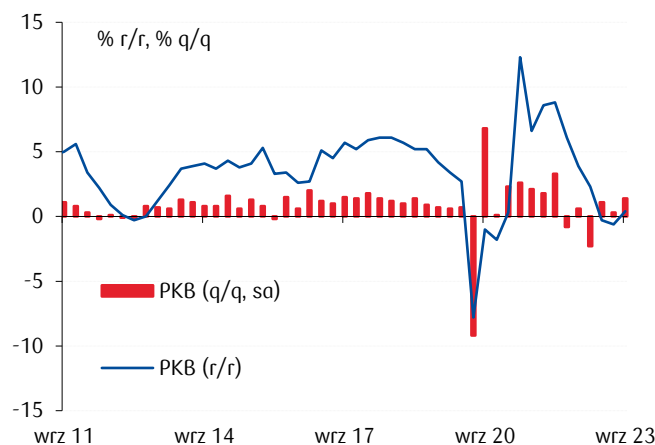
	Wartość 2023-11-14	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,4043	-0,5
USDPLN	4,0639	-1,8
CHFPLN	4,5552	-0,7
GBPLN	5,0531	-0,6
EURUSD	1,0838	1,4
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,35	-5
PL5Y	5,38	-13
PL10Y	5,60	-11
DE10Y	2,60	-12
US10Y	4,45	-18
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	74 171,3	4,2
DAX	15 614,4	1,8
S&P500	4 495,7	1,9
Nikkei**	33 519,7	2,5
Shanghai Comp.**	3 068,5	0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1968,70	1,7
Ropa Brent	82,47	-0,1

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.

### CPI w USA



### Dynamika polskiego PKB

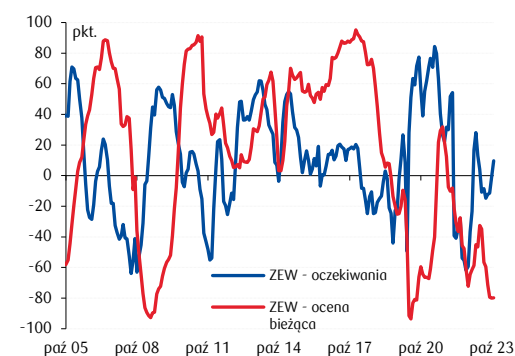


Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

bliżej poziomów spójnych z celem inflacyjnym Fed. Gdyby ceny w kategoriach bazowych rosły przez cały rok w takim samym tempie jak średnio w ostatnich 3 miesiącach, inflacja bazowa byłaby na poziomie 3,4%. Z kolei utrzymanie tempa wzrostu z października daje roczną inflację bazową na poziomie 2,8%. Dane potwierdzają, że dezinflacja w USA postępuje, pomimo lekkiego wzrostu CPI w ostatnich miesiącach. Taki obraz procesów cenowych daje Fed komfort obserwowania rozwoju sytuacji w gospodarce i naszym zdaniem znacząco zwiększa prawdopodobieństwo, że zgodnie z naszą wcześniejszą oceną cykl podwyżek stóp w USA dobiegł końca.

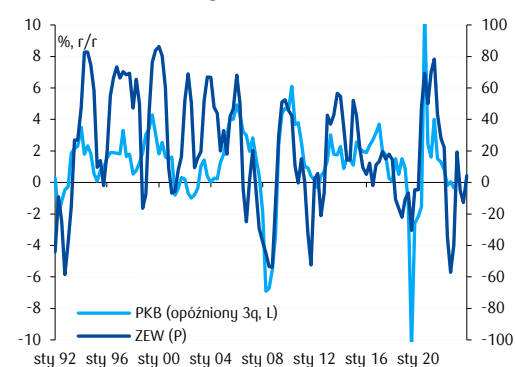
- GER:** Indeks ZEW, który mierzy oczekiwania analityków i inwestorów instytucjonalnych co do wzrostu gospodarczego Niemiec, wzrósł w listopadzie silniej od oczekiwań, do 9,8 pkt. z -1,1 pkt. w październiku. Po 6 miesiącach ujemnych wyników ankietowani analitycy z optymizmem patrzą w przyszłość największej europejskiej gospodarki. Ocena sytuacji bieżącej jest nadal mocno negatywna – mierzący ją wskaźnik wyniósł -79,8 pkt. wobec -79,9 pkt. miesiąc wcześniej, ale zapewne i w tym zakresie czeka nas w najbliższych miesiącach poprawa. Raport ZEW sugeruje, że niemiecka gospodarka odbija się od dna, a kolejne kwartały powinny przynieść powrót do wzrostu PKB.
- POL:** Dynamika PKB w Polsce w 3q23 wzrosła do +0,4% r/r z -0,6% r/r w 2q23, co oznacza, że po trudnej pierwszej połowie roku polska gospodarka powróciła na ścieżkę wzrostu. Na podstawie dostępnych danych miesięcznych szacujemy, że do wzrostu PKB (zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym) przyczyniło się przede wszystkim odbicie konsumpcji prywatnej i utrzymanie wysokiego wzrostu inwestycji. **Podtrzymujemy dotychczasową prognozę wzrostu PKB w całym 2023 na poziomie 0,5%, a w 2024 na poziomie 3,0%.** Głównym motorem napędowym oczekiwanego przez nas ożywienia będzie odbudowa konsumpcji, kontynuacja wzrostu inwestycji oraz solidny eksport netto. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Powrót do wzrostów PKB](#).
- EUR:** Gospodarka strefy euro znajduje się w stagnacji. Drugi szacunek potwierdził, że PKB w 3q23 spadł o 0,1% q/q oraz wzrósł o 0,1% r/r wobec odpowiednio +0,2% q/q oraz +0,5% r/r w 2q23. Wśród państw UE, dla których opublikowane zostały dane za 3q23, najwyższą dynamikę PKB w ujęciu r/r odnotowano na Cyprze (+2,2% r/r) oraz w Rumunii (+2,1% r/r) i w Portugalii (+1,9% r/r). Najgłębszy spadek PKB odnotowano w Irlandii (-4,7% r/r) oraz Estonii (-2,5% r/r). W ujęciu q/q zdecydowanym liderem wzrostu jest Polska (+1,4%), jednak na dane odsezonowane dla naszego kraju patrzymy w ostatnim czasie z rezerwą, ze względu na znaczące rewizje. Zastrzeżenia, które można mieć do wyrównanych sezonowo danych nie zmieniają zasadniczo pozytywnego obrazu polskiej gospodarki, która w okresie popandemicznym cechowała się najbardziej dynamicznym wzrostem gospodarczym, a poziom krajowego PKB jest już o 10,6% wyższy niż w 4q19.
- CHN:** Pierwsze dane o aktywności gospodarczej w 4q23 zwiastują niewielkie ożywienie w Chinach przy trwającym kryzysie na rynku nieruchomości. Sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku o 7,6% r/r, a produkcja przemysłowa o 4,6% r/r – obie powyżej oczekiwań. To kolejne pozytywne sygnały po dość dobrych danych o PKB za 3q23 (4,9% r/r). Jednocześnie utrzymują się problemy na rynku nieruchomości – spadek sprzedaży domów i inwestycji w nieruchomości pogłębił się.

## Indeks ZEW w Niemczech



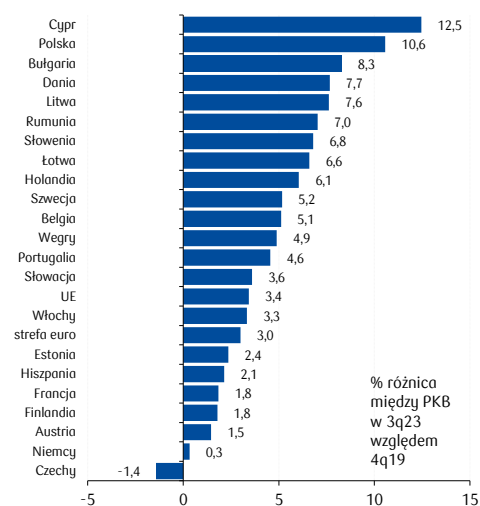
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Indeks ZEW vs dynamika PKB



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Zmiana poziomu PKB



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 10 listopada</b>						
HUN: Inflacja CPI (paź)	8:30	% r/r	12,2	10,4	--	9,9
CZ: Inflacja CPI (paź)	9:00	% r/r	6,9	8,4	--	8,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	63,8	63,5	--	60,4
POL: Decyzja Fitch w sprawie ratingu	22:00	--	A- (stabilna)	--	A- (stabilna)	A-
<b>Poniedziałek, 13 listopada</b>						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz)	14:00	młn EUR	-299	125	-327	394
POL: Eksport (wrz)	14:00	% r/r	-2,3	-3,7	-3,3	-4,3
POL: Import (wrz)	14:00	% r/r	-11,9	-13,9	-11,6	-14,8
<b>Wtorek, 14 listopada</b>						
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	-0,6	0,4	0,6	0,4
GER: Indeks instytutu ZEW (lis)	11:00	pkt.	-1,1	2,5	--	9,8
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,5	0,1	--	0,1
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	1,3	--	--	1,4
USA: Inflacja CPI (paź)	14:30	% r/r	3,7	3,3	--	3,2
USA: Inflacja bazowa (paź)	14:30	% r/r	4,1	4,1	--	4,0
<b>Środa, 15 listopada</b>						
POL: Inflacja CPI (paź, rew.)	10:00	% r/r	8,2	6,5	6,5	--
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz)	11:00	% r/r	-5,1	-6,4	--	--
EUR: Bilans handlowy (wrz)	11:00	młd	11,9	12,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (paź)	14:30	% m/m	0,7	-0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (paź)	14:30	%, m/m	0,6	-0,2	--	--
USA: Inflacja PPI (paź)	14:30	% r/r	2,2	1,9	--	--
<b>Czwartek, 16 listopada</b>						
POL: Inflacja bazowa (paź)	14:00	% r/r	8,4	7,9	8,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	217	222	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (paź)	15:15	% m/m	0,3	-0,3	--	--
<b>Piątek, 17 listopada</b>						
EUR: Inflacja HICP (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,3	2,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,5	4,2	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paź)	14:30	młn	1,473	1,450	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (paź)	14:30	młn	1,358	1,350	--	--

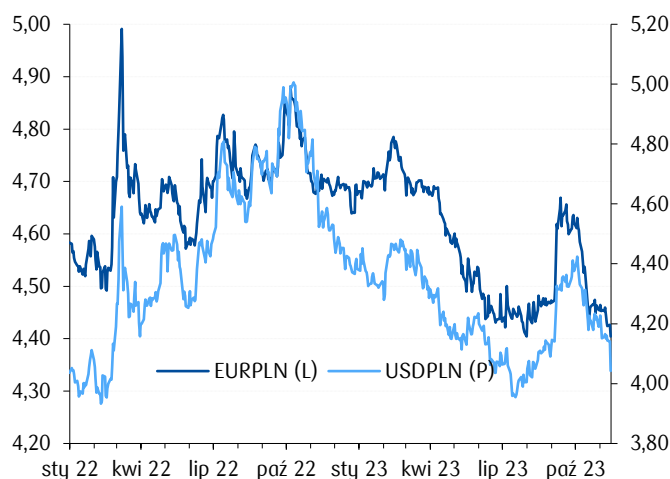
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

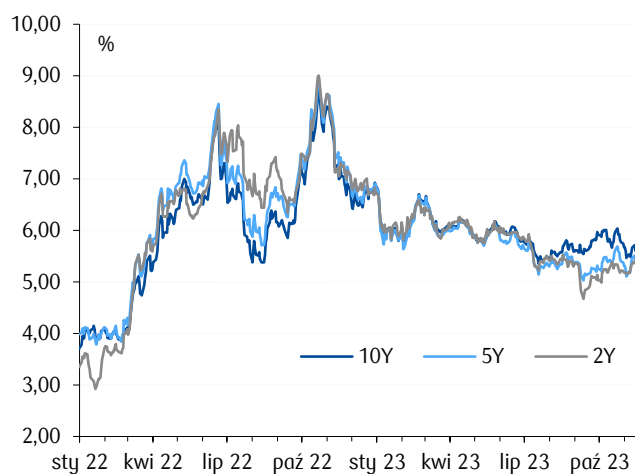
		Wartość 2023-11-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,4043	-0,5	-1,2	-0,5	-6,0	-1,9
	USDPLN	4,0639	-1,8	-2,6	-2,9	-10,1	7,0
	CHFPLN	4,5552	-0,7	-1,7	-2,0	-4,8	9,5
	GBPPLN	5,0531	-0,6	-1,4	-0,7	-6,9	0,0
	EURUSD	1,0838	1,4	1,4	2,5	4,5	-8,3
	EURCHF	0,9669	0,2	0,5	1,5	-1,3	-10,4
	GBPUSD	1,2457	1,6	1,3	2,3	4,7	-6,0
	USDJPY	150,82	-0,6	0,2	0,7	8,3	43,4
	EURCZK	24,47	-0,4	-0,7	-0,8	0,6	-7,5
	EURHUF	375,95	-0,4	-0,6	-2,1	-7,7	5,6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,35	-5	18	-1	-170	531
	PL5Y	5,38	-13	19	-3	-183	493
	PL10Y	5,60	-11	9	-16	-139	433
	DE2Y	3,07	-9	0	-17	92	378
	DE5Y	2,55	-11	-3	-26	50	325
	DE10Y	2,60	-12	-7	-28	50	309
	US2Y	4,82	-20	-9	-40	46	464
	US5Y	4,43	-23	-11	-44	51	397
	US10Y	4,45	-18	-13	-39	65	347
<b>Akcje</b>	WIG	74 171,3	4,2	2,6	4,1	31,5	44,6
	WIG20	2 236,1	4,8	3,1	5,6	26,4	25,7
	S&P500	4 495,7	1,9	2,7	2,8	12,6	26,8
	NASDAQ100	15 812,5	2,1	3,4	4,6	33,2	36,0
	Shanghai Composite**	3 068,9	0,4	0,4	-0,5	-2,1	-8,7
	Nikkei**	33 519,7	2,5	3,9	4,6	19,8	34,6
	DAX	15 614,4	1,8	3,0	2,4	8,6	18,6
	VIX	15,74	-0,7	-3,6	-14,6	-38,9	-38,1
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	82,5	-0,1	1,1	-8,3	-12,1	89,1
	Ropa WTI	78,9	0,0	1,1	-9,0	-9,3	91,5
	Złoto	1968,7	1,7	0,2	2,2	11,2	4,5

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

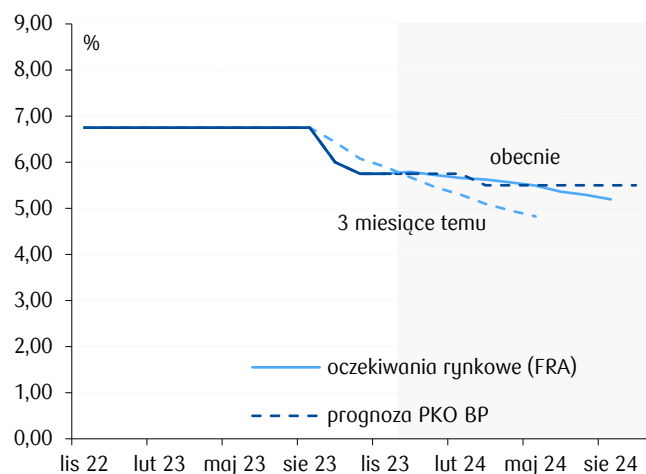
## Notowania złotego wobec głównych walut



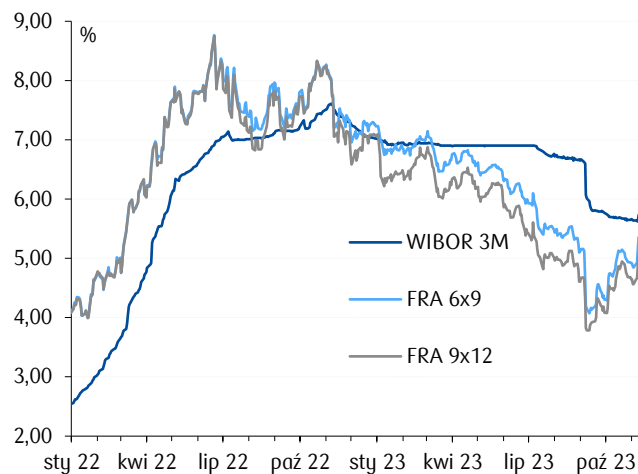
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



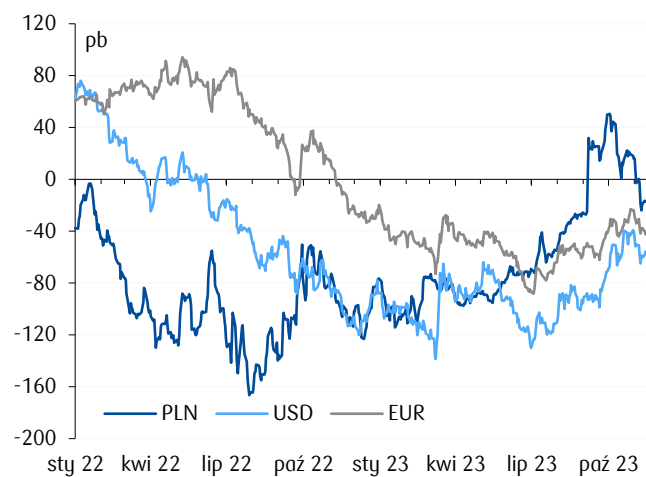
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



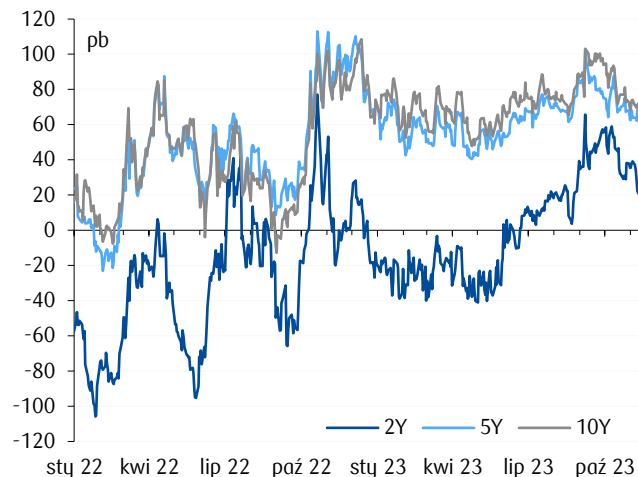
### Krótkoterminowe stopy procentowe



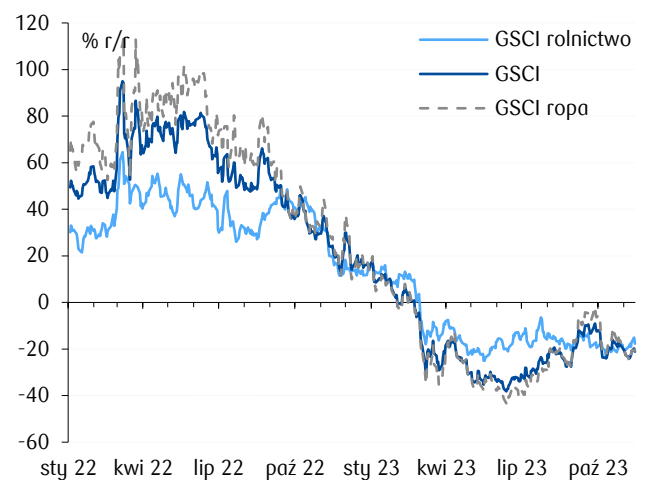
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



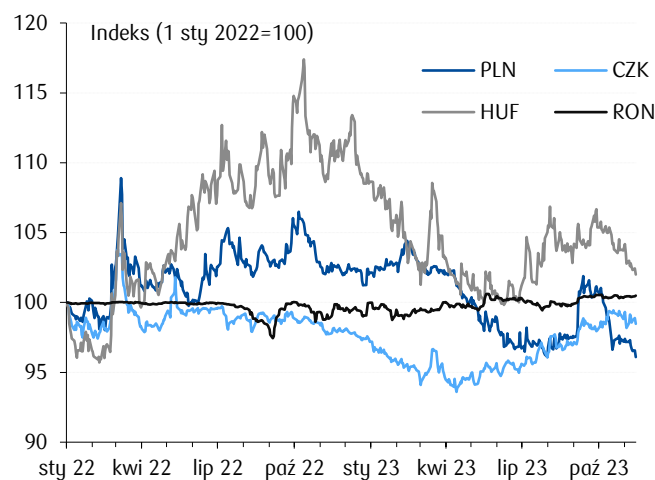
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

