

Niemcy utknęli, czyli „chory człowiek Europy”

DZIŚ I JUTRO W CENTRUM UWAGI:

- **Lądowa inwazja Izraela w Strefie Gazy na razie nie ma poważnych reperkusji, więc nastroje inwestycyjne poprawiły się.** Wczoraj główne indeksy giełdowe rosły, a ceny ropy spadły aż o 3%. Spadek awersji do ryzyka nie sprzyjał notowaniom dolara, który osłabił się względem koszyka walut. Złoty zyskał na globalnej poprawie nastrojów i wzroście EURUSD. Kurs EURPLN obniżył się do 4,45, a USDPLN spadł poniżej 4,20. Przy wzroście rentowności obligacji na rynkach bazowych, krajowa krzywa była względnie stabilna. Decyzja BoJ rozczarowała inwestorów – w efekcie jen istotnie osłabił się do dolara, przebijając poziom 150. Oczekiwaniom nie sprostali także chińskie PMI, co od rana ciążyło na nastrojach na rynkach azjatyckich.
- **Wydarzeniem dnia dla krajowego rynku jest dziś publikacja wstępnych danych o inflacji CPI w październiku (godz. 10.00).** Przedział szacunków rynkowych wg ankiety Parkietu to 6,2-6,9% r/r z medianą 6,6% r/r wobec 8,2% r/r we wrześniu. Nasz szacunek wynosi 6,7% r/r, czyli jest nieco powyżej konsensusu. Według naszych szacunków, w kierunku spadku inflacji CPI w październiku działały wszystkie główne kategorie koszyka zakupowego. Pomimo wzrostu cen paliw pod koniec miesiąca, ich przeciętny poziom w październiku obniżył się. Ceny żywności zapewne wzrosły w ujęciu m/m, ale wyraźnie mniej niż przed rokiem, więc ich roczna dynamika ponownie spadła. Inflacja bazowa (CPI bez żywności i energii) spadła wg naszego szacunku do 8,0% r/r z 8,5% r/r we wrześniu (przedział rynkowych szacunków to 7,1-8,4% r/r z medianą 7,9% r/r). Wyraźny spadek inflacji, w skali zgodnej lub przekraczającej wskazania konsensusu, może w naszej ocenie ożywić rynkowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych NBP.
- **Wczorajsze pozytywne zaskoczenia inflacyjne z Niemiec i Hiszpanii rozbudziły apetyt na podobny wynik w publikowanych dziś danych dla całej strefy euro.** Według konsensusu inflacja HICP w październiku mogła się obniżyć do 3,1% r/r z 4,3% r/r, podczas gdy inflacja bazowa (HICP bez energii, żywności i używek) oczekiwana jest na poziomie 4,2% r/r wobec 4,5% r/r miesiąc wcześniej.
- **W strefie euro poznamy dziś także wstępny szacunek PKB w 3q23.** Gospodarka bloku wspólnej waluty najpewniej utrzymała się na ścieżce

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

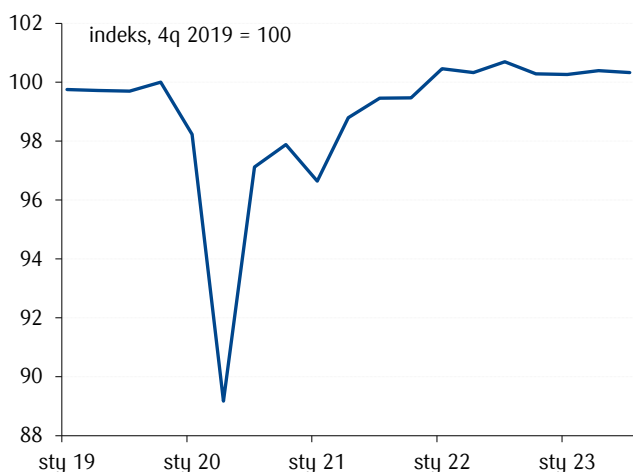
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

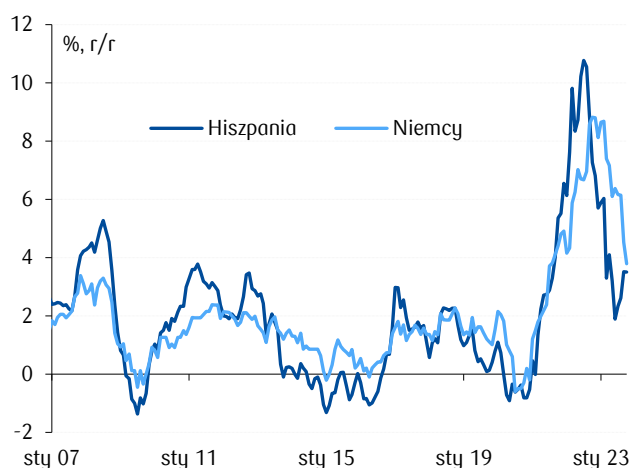
	Wartość 2023-10-30	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4553	-0,2
USDPLN	4,1954	-0,6
CHFPLN	4,6520	-0,5
GBPPLN	5,0985	-0,5
EURUSD	1,0620	0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,22	0
PL5Y	5,38	-2
PL10Y	5,75	-2
DE10Y	2,83	-1
US10Y	4,88	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	71 023,3	1,0
DAX	14 716,5	0,2
S&P500	4 166,8	1,2
Nikkei**	30 858,9	0,5
Shanghai Comp.**	3 018,5	-0,1
Surowce:		
Złoto	1997,80	0,8
Ropa Brent	87,45	-3,3

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.

Poziom PKB w Niemczech



Inflacja CPI w Niemczech i Hiszpanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

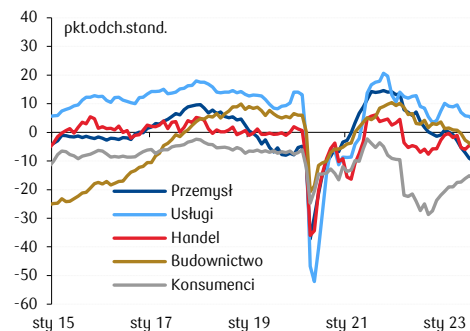
wzrostowej. Konsensus wskazuje, że PKB zwiększył się o 0,2% r/r przy stabilizacji q/q. Opublikowane wczoraj lepsze od oczekiwań dane z Niemiec wskazują, że faktyczny wynik może być powyżej konsensusu.

- **1 listopada pod nieobecność lokalnych uczestników rynku będzie miało miejsce główne wydarzenie tygodnia, czyli posiedzenie FOMC.** Naszym zdaniem stopy procentowe Fed pozostaną bez zmian, a amerykańskie władze monetarne *de facto* zakończyły już cykl podwyżek stóp procentowych. Na taki wariant wskazują wypowiedzi J.Powella oraz wielu szefów regionalnych oddziałów Fed, którzy sygnalizowali, że bieżący poziom stóp procentowych pozwoli na realizację mandatu banku centralnego, w szczególności mając na uwadze nie w pełni zrealizowany wpływ podwyżek stóp na gospodarkę oraz dodatkowe zacieśnienie warunków finansowych wynikające ze wzrostu rentowności obligacji.
- W środę przed posiedzeniem FOMC uwagę inwestorów przyciągnie kwartalna publikacja informacji nt. potrzeb pożyczkowych USA.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

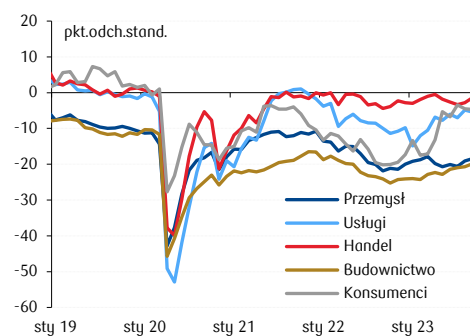
- **GER: PKB Niemiec w 3q23 obniżył się o 0,1% q/q, po lekkim wzroście o 0,1% q/q w 2q23.** Spadek był słabszy niż oczekiwano (-0,3% q/q). Bieżące dane nie pokazują, że niemiecka gospodarka spełniała w ostatnim czasie definicję technicznej recesji, rozumianej jako dwa kolejne kwartały spadku PKB, jednak od początku 2022 odsezonowany PKB praktycznie się nie zwiększył. Co więcej, poziom aktywności jest obecnie zbliżony do notowanego w 4q19, czyli bezpośrednio przed wybuchem pandemii. Przy pierwszym szacunku PKB nie jest publikowane szczegółowe rozbięcie wzrostu, jednak niemiecki urząd statystyczny wskazał, że wydatki konsumpcyjne obniżyły się, rosły natomiast nakłady inwestycyjne na maszyny i urządzenia. Dane nieodsezonowane pokazały pogłębienie spadku PKB do -0,8% r/r z -0,4% r/r w 2q23, jednak również w tym ujęciu dane były nieco lepsze od oczekiwań.
- **GER: Dezinflacja w październiku była mocniejsza niż oczekiwano.** Inflacja HICP obniżyła się do 3,0% r/r z 4,3% r/r we wrześniu (kons: 3,3% r/r), a inflacja CPI do 3,8% r/r z 4,5% r/r miesiąc wcześniej (kons: 4,0% r/r). Wstępne dane pokazały, że przyczyny spadku inflacji w październiku miały szeroki charakter – dynamika cen szeroko rozumianej energii obniżyła się do -3,2% r/r z +1,0% r/r we wrześniu, wzrost cen żywności wyhamował do 6,1% r/r z 7,5% r/r, a inflacja bazowa obniżyła się do 4,3% r/r z 4,6% r/r.
- **ESP: Inflacja w Hiszpanii w październiku również była niższa od oczekiwań.** Miara CPI ogółem ustabilizowała się w październiku na poziomie 3,5% r/r, a inflacja bazowa obniżyła się do 5,2% r/r z 5,8% r/r miesiąc wcześniej.
- **EUR: Indeks nastrojów w gospodarce strefy euro (ESI) wyniósł w październiku 93 pkt. i był minimalnie niższy niż 93,4 pkt. odnotowane we wrześniu.** W porównaniu z poprzednim miesiącem pogorszyły się nastroje w przemyśle (do -9,3 pkt. z -8,9 pkt.) oraz w handlu (-7,8 pkt. wobec -5,7 pkt.). Nieco lepsze niż przed miesiącem były natomiast nastroje w budownictwie (-5,9 pkt. wobec -6,0 pkt.) i usługach (+4,5 pkt. wobec +4,1 pkt.). Nieznacznie pogorszyły się nastroje konsumentów (-17,9 pkt. wobec -17,8 pkt. we wrz.).
- **POL: Badanie Komisji Europejskiej pokazało wyraźną poprawę nastrojów w polskiej gospodarce – wskaźnik ESI wzrósł w październiku do 97,0 pkt. z 95,6 pkt. we wrześniu.** Poprawa objęła wszystkie sektory gospodarki oraz konsumentów. Warto jednak podkreślić, że w każdym przypadku wyniki kształtują się poniżej długoterminowej średniej. Nastroje polskich konsumentów odbudowały się po inflacyjnym szoku znacznie szybciej niż w innych państwach regionu. Wyższe niż w Czechach i strefie euro są też miary oczekiwań inflacyjnych. Wpisuje się to w obserwowany obecnie relatywnie łagodny przebieg recesji konsumenckiej w Polsce – zakładamy, że

Nastroje w gospodarce strefy euro



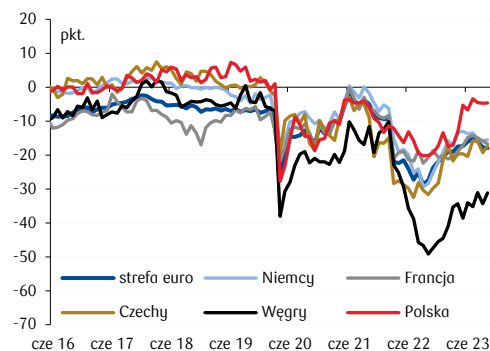
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nastroje w polskiej gospodarce



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nastroje konsumentów w wybranych państwach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

w 3q23 konsumpcja w sektorze gospodarstw domowych przestała się obniżać w ujęciu realnym.

- **POL:** Z uwagi na dobre wyniki finansowe Funduszu Ubezpieczeń Społecznych ZUS prawdopodobnie nie wykorzysta pełnej dotacji z budżetu państwa zaplanowanej na ten rok. Prezes G.Uścińska podkreśliła, że utrzymują się wysokie wpływy składkowe do FUS, który notuje wysoki stopień pokrycia w składkach wydatków na świadczenia. ZUS w planie finansowym na 2023 zakładał dotację na poziomie 62,63 mld PLN. Według danych ZUS w I półroczu FUS otrzymał 20,8 mld PLN dotacji, a wg wstępnych danych budżetowych na koniec września było to 31,4 mld PLN. Niższa dotacja będzie wspierać wyniki budżetu centralnego na koniec roku.
- **JPY:** Bank Japonii zgodnie z oczekiwaniami nie zmienił stóp procentowych (-0,1%) ale dokonał dalszego złagodzenia polityki kontroli krzywej dochodowości, określając poziom 1% dla rentowności 10-letnich obligacji jako punkt referencyjny, a nie wiążący (dotychczas BoJ przeprowadzał regularne operacje skupu obligacji przy stawce rentowności 1%). Zmiana rozczarowała inwestorów, którzy oczekiwali, że BoJ dopuści do wzrostu rentowności powyżej 1%. Impulsem złagodzenia polityki YCC była m.in. zrewidowana w górę prognoza inflacji. Bank podkreślił jednak, że wciąż czeka na silne dowody o trwałej odbudowie inflacji, których dostarczyć powinien m.in. rynek pracy i wzmocnienie dynamiki płac, a dopóki takie nie napłyną, będzie utrzymywał ekspansywną politykę pieniężną. Aktualna prognoza inflacji zakłada, że w roku fiskalnym 2024 inflacja wyniesie 2,8%, ale w 2025 ponownie osunie się poniżej poziomu 2%.
- **CHN:** Oficjalny indeks PMI dla przetwórstwa przemysłowego w październiku nieoczekiwanie spadł do 49,5 pkt. z 50,2 pkt. miesiąc wcześniej. Dane są słabsze od oczekiwań (kons.: 50,2 pkt.) i kontrują optymizm co do perspektyw chińskiej gospodarki, który pojawił się po lepszych od oczekiwań wynikach PKB za 3q23, zwłaszcza, że podobnie negatywne informacje napłynęły z sektora usług. Indeks non-manufacturing PMI w październiku spadł do 50,6 pkt. z 51,7 pkt. (kons.: 52,0 pkt.). Chiński urząd statystyczny wskazał, że głównym źródłem słabości sektora usługowego były branże finansowa i obsługi nieruchomości, podczas gdy ożywienie zaobserwowano w turystyce. W danych uwagę zwraca fakt, że w największym stopniu pogorszenie koniunktury dotyka najmniejsze firmy, tworzące w gospodarce najwięcej miejsc pracy. Uzupełnieniem oficjalnego indeksu będzie indeks Caixin PMI, który zostanie opublikowany najbliższej nocy.

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	--
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.	103,0	100,3	--	--
Środa, 1 listopada						
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	--	--
USA: Posiedzenie Fed (lis)	19:00	%	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	44,3	44,4	--
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	--	--
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	--	--

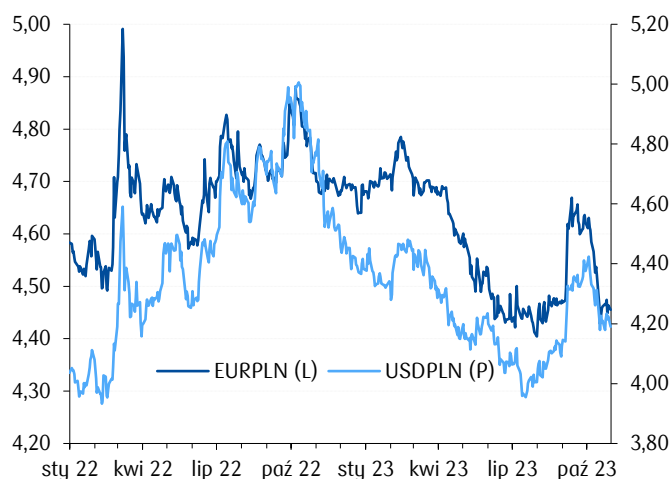
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-10-30	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4553	-0,2	-0,2	-3,4	-5,5	-2,7
	USDPLN	4,1954	-0,6	-0,2	-4,5	-12,1	8,3
	CHFPLN	4,6520	-0,5	-1,1	-2,7	-2,4	9,0
	GBPPLN	5,0985	-0,5	-0,4	-4,3	-6,9	1,0
	EURUSD	1,0620	0,4	-0,1	1,2	7,4	-10,1
	EURCHF	0,9577	0,3	0,9	-0,7	-3,2	-10,7
	GBPUSD	1,2156	0,1	-0,4	0,3	5,6	-6,7
	USDJPY	149,02	-0,4	-0,6	-0,6	0,3	42,1
	EURCZK	24,56	-0,3	-0,3	0,5	0,3	-10,0
	EURHUF	382,23	-0,1	0,2	-1,6	-6,8	4,8
Obligacje	PL2Y	5,22	0	-12	18	-343	522
	PL5Y	5,38	-2	-31	14	-323	491
	PL10Y	5,75	-2	-29	-16	-265	453
	DE2Y	3,08	-2	-11	-15	114	383
	DE5Y	2,67	-1	-10	-15	65	344
	DE10Y	2,83	-1	-4	-8	67	340
	US2Y	5,04	4	-3	-7	54	489
	US5Y	4,81	5	1	9	56	446
	US10Y	4,88	5	3	19	80	408
Akcje	WIG	71 023,3	1,0	4,2	10,6	40,8	49,8
	WIG20	2 126,5	1,1	5,2	13,5	38,4	30,3
	S&P500	4 166,8	1,2	-1,2	-2,8	7,6	22,5
	NASDAQ100	14 335,5	1,1	-1,8	-3,4	25,7	24,6
	Shanghai Composite**	3 018,4	-0,1	2,7	-3,0	4,3	-7,2
	Nikkei**	30 858,9	0,5	-0,5	-2,8	11,9	31,3
	DAX	14 716,5	0,2	-0,6	-3,5	11,0	20,9
	VIX	19,59	-7,5	-2,1	7,4	-24,3	-37,5
Surowce	Ropa Brent	87,5	-3,3	-2,6	-3,6	-7,8	116,1
	Ropa WTI	82,9	-3,7	-3,9	-6,7	-4,2	116,0
	Złoto	1997,8	0,8	1,0	9,1	22,0	4,9

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

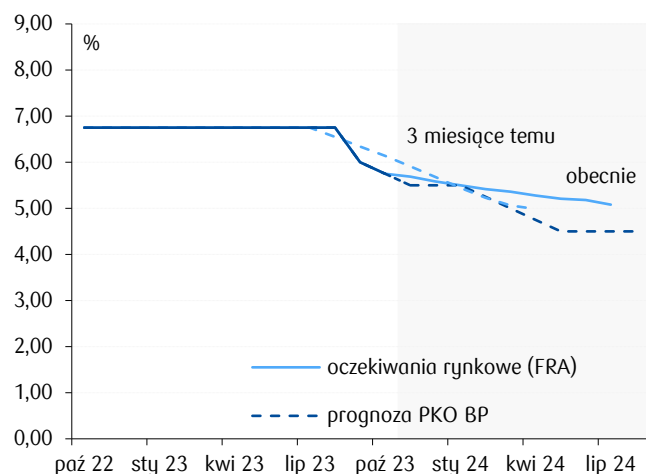
Notowania złotego wobec głównych walut



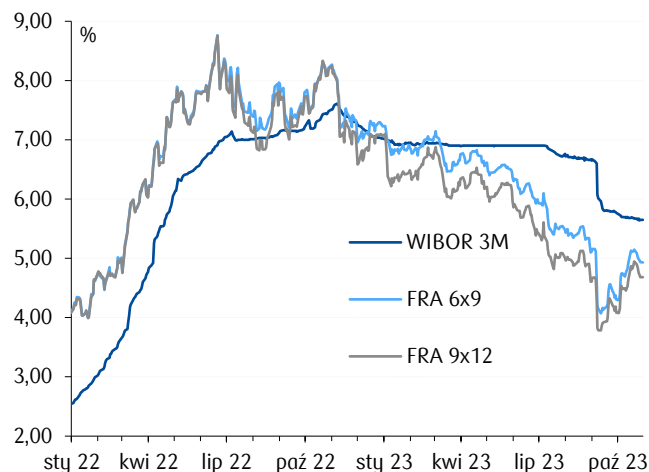
Rentowności polskich obligacji skarbowych



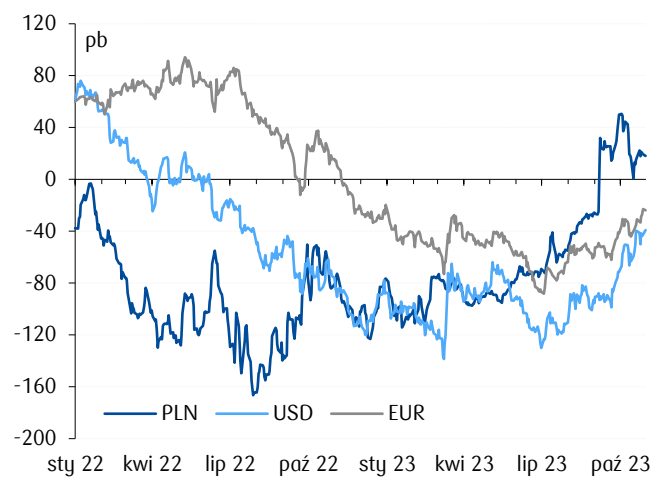
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



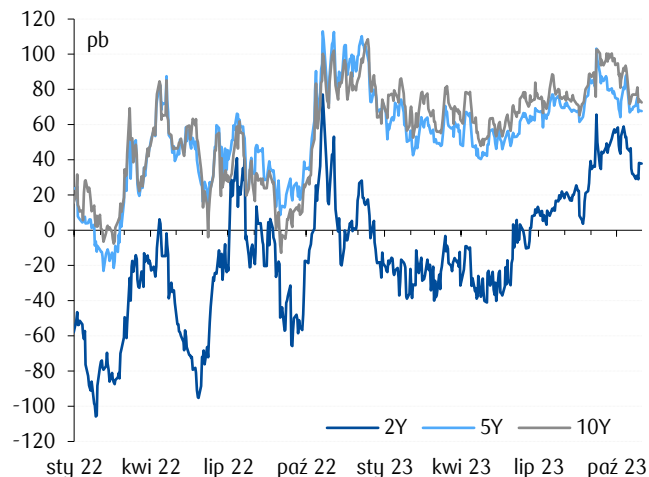
Krótkoterminowe stopy procentowe



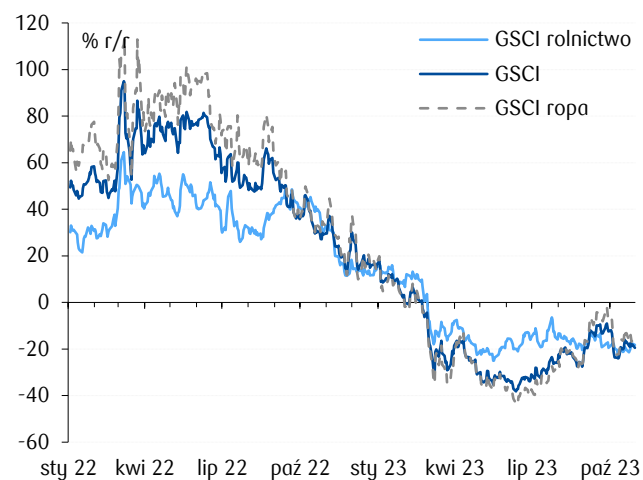
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



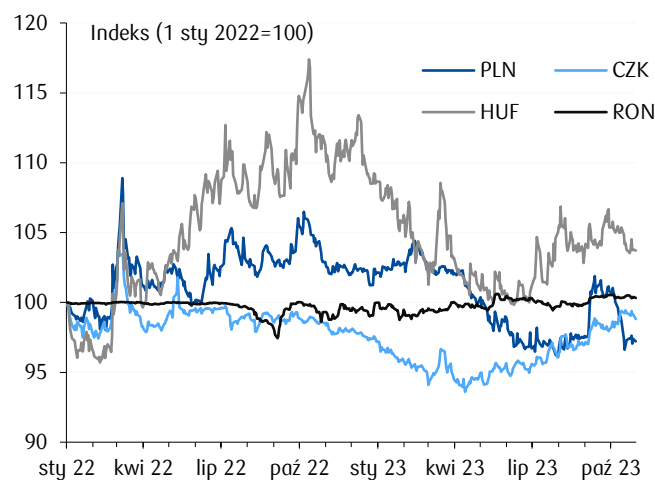
Spread asset swap dla PLN



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](#):

 @PKO_Research



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, usługi 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.