

KOMENTARZ TYGODNIOWY

16 grudnia 2024

EBC obniżył stopy o 25 pkt. baz., w tym tygodniu kolej na Fed. Prezes NBP utrzymuje restrykcyjny przekaz.

- W minionym tygodniu banki centralne kontynuowały cykl luzowania polityki pieniężnej. Zgodnie z dominującymi prognozami [EBC obniżył stopy o 25 pkt. baz.](#), z kolei Szwajcarski Bank Narodowy zaskoczył większą skalą obniżki o 50 pkt. baz.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC złagodził nieco wydzźwięk komunikatu usuwając fragment dot. utrzymywania restrykcyjnej polityki tak długo jak będzie to konieczne. Jednocześnie skala zmian w komunikacie EBC oraz wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji nie była w ocenie inwestorów wystarczająco łagodna, co poskutkowało obniżeniem prognozowanej przez rynki skali obniżek stóp w trakcie 2025 r. oraz wzrostem rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej.
- Inwestorzy oczekują obniżki stóp FOMC w tygodniu bieżącym, zgodnie z naszą prognozą, niemniej w minionym tygodniu osłabły oczekiwania średniookresowe dot. skali obniżek (w trakcie 2025 r.), co przyczyniło się do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji.
- Na te zmiany wpływał prawdopodobnie całokształt danych – wciąż mocne dane z USA w IV kw., przy raczej ograniczonym wpływie publikacji danych dot. inflacji CPI. Listopadowy wskaźnik CPI w USA raczej wpisał się w dotychczasowy obraz wolniejszego niż w połowie roku oraz „nierównego” procesu dezinflacji. Bez wpływu na sytuację rynkową pozostał spory tygodniowy wzrost liczby bezrobotnych w USA, gdyż te dane mogły wynikać z układu sezonowego w związku z późną w 2024 datą Świąt Dziękczynienia w USA.
- Rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych wzrosły w minionym tygodniu, w tym w przypadku papierów 10-letnich – o 25 pkt. baz. w USA oraz o 15 pkt. baz. w Niemczech. Ograniczenie oczekiwań rynkowych na luzowanie polityki pieniężnej mogło osłabiać nastroje rynkowe, co przełożyło się na lekkie spadki cen akcji. Globalny indeks MSCI obniżył się w minionym tygodniu o 0,7%, przy spadku w USA o 0,7%, strefie euro o 0,3% oraz lekkim wzroście w grupie krajów wschodzących (0,4%). Przy wzmocnieniu kursu dolara w relacji do koszyka walut (0,5%) oraz nieznacznym osłabieniu euro (0,2%) kurs dolara wobec euro wzmocnił się do 1,05 USD/EUR.
- Generalnie korzystnej sytuacji gospodarczej w USA towarzyszy dużo słabsza koniunktura w Chinach i strefie euro. W listopadzie w Chinach miał miejsce wyraźny spadek eksportu oraz sprzedaży detalicznej, przy dalszym osłabieniu nakładów inwestycyjnych i stabilnych wynikach produkcji przemysłowej. We wnioskach prac Centralnej Konferencji Pracy Ekonomicznej w Chinach w minionym tygodniu wskazano na potrzebę wsparcia gospodarki poprzez luzowanie polityki fiskalnej i monetarnej, jednak nie wskazano na żadne bardziej konkretne założenia wobec zapowiedzi dotychczasowych.
- Grudniowe wstępne odczyty indeksów PMI ze strefy euro wskazały na nieco mniej pesymistyczny obraz niż w listopadzie. Choć indeksy koniunktury w przemyśle ponownie obniżyły się, szczególnie w Niemczech i Francji,

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

to pozytywną informacją jest powrót indeksu dla usług powyżej 50 pkt. (do 51,4 pkt.) po nieoczekiwanym listopadowym spadku. Prawdopodobnie silny spadek indeksu przed miesiącem był w większym stopniu wyrazem obaw dot. przyszłej sytuacji geopolitycznej i handlowej w reakcji na wynik wyborów w USA niż bieżącego pogorszenia aktywności.

- Sytuacja na rynkach bazowych obligacji wpłynęła także na krajowy rynek finansowy. Wydaje się, że w mniejszym stopniu wpłynęła natomiast seria wypowiedzi członków RPP. Większość z nich, nie była tak restrykcyjna jak prezes NBP, pozostała jednak ostrożna co do terminu rozpoczęcia oraz skali łagodzenia polityki pieniężnej w 2025 r. Nawet relatywnie gołębi na tle całej Rady L. Kotecki wskazywał, że łączna skala obniżek stóp w przyszłym roku będzie raczej niższa niż 100 pkt. baz. W wypowiedzi na koniec tygodnia prezes NBP utrzymał bardzo jastrzębi przekaz, wskazując, że w sytuacji prognozy wzrostu inflacji pod koniec 2025 r., nie ma podstaw do obniżania stóp procentowych.

- W skali tygodnia rentowności papierów 10-letnich wzrosły o 16 pkt. baz., z kolei 2-latek o 4 pkt. baz. O 20 pkt. baz. wzrosły stawki 10-letnich IRS-ów, z kolei stawki FRA w horyzoncie rocznym wzrosły o 13 pkt. baz. W skali tygodnia nie zmieniły się notowania złotego, kurs w relacji do euro utrzymał się na mocniejszym poziomie 4,27 PLN/EUR. Spory spadek indeksu WIG o 1,5% był raczej korektą po bardzo silnych wzrostach w pierwszej dekadzie grudnia niż wyraźnym pogorszeniem nastrojów.

- Opublikowany w minionym tygodniu ostateczny [wskaźnik inflacji CPI w listopadzie](#) został skorygowany lekko w górę do 4,7%, a struktura danych wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo wzrostu inflacji bazowej (publikacja dziś) do 4,3% r/r.

- W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną listopadowe dane ze sfery realnej gospodarki polskiej. Zgodnie z naszymi prognozami efekty kalendarzowe wpłyną na wyraźne osłabienie wyników produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (mniejsza liczba dni roboczych), przy stabilnych wynikach sprzedaży detalicznej (brak zmian liczby dni handlowych). Oczekujemy także utrzymania stabilnej sytuacji na rynku pracy.

- W bieżącym tygodniu uwaga inwestorów będzie zapewne skupiała się na posiedzeniu FOMC, na samej decyzji (dominujące prognozy obniżki stóp o 25 pkt. baz.), ale także na przekazie Fed wpływającym na oczekiwania dot. ścieżki stóp w miesiącach kolejnych. Oczekujemy, że FOMC obniży stopy o 25 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do 4,25% - 4,50%. Niezależnie od ostatecznej decyzji oczekujemy pewnego zaostrzenia przekazu Fed wskazującego na spowolnienie tempa obniżek stóp w 2025 r., zgodnie z wypowiedzią prezesa Powella z listopada.

- W trakcie tygodnia publikowane będą także dane z USA weryfikujące stan aktywności amerykańskiej gospodarki: dane dot. sprzedaży detalicznej, wydatków konsumentów oraz produkcji przemysłowej oraz wskaźnika inflacji PCE.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (18 grudnia)**

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,25% – 4,50%.

Biorąc pod uwagę utrzymywanie się słabszej (niż w I poł. br.) sytuacji na rynku pracy oraz dotychczasowy spadek inflacji oczekujemy kolejnej redukcji stóp procentowych FOMC na posiedzeniu grudniowym, zgodnie z wcześniejszymi projekcjami członków komitetu.

Z drugiej strony, ponownie mocniejsze dane ze sfery realnej w USA w IV kw., wyhamowanie dotychczasowego tempa dezinflacji (wyższe miesięczne wzrosty inflacji bazowej wobec sytuacji z połowy roku) wskazują na ryzyko braku obniżki stóp w bieżącym tygodniu.

Niezależnie od ostatecznej decyzji oczekujemy pewnego zaostrzenia przekazu Fed wskazującego na spowolnienie tempa obniżek stóp w 2025 r., zgodnie z wypowiedzią prezesa Powella z listopada. Nie wykluczamy także podwyższenia przez Fed prognoz PKB oraz inflacji bazowej oraz ograniczenia prognozowanej przez FOMC skali obniżek stóp w trakcie 2025 r. (obecnie 4 obniżki).

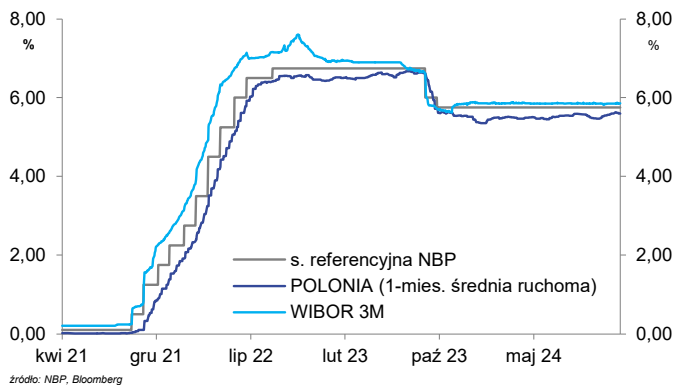
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 16 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lis	4,1% r/r	4,2% r/r	4,2% r/r
wtorek 17 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	gru	85,7 pkt.	85,6 pkt.	-
14:00	HU	Decyzja Banku Narodowego Węgier dot. stóp procentowych	gru	6,50%	6,50%	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lis	0,4% m/m	0,5% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lis	-0,3% m/m	0,1% m/m	-
środa 18 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	gru	4,50% - 4,75%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	gru	-	-	-
czwartek 19 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lis	-0,5% r/r	-0,6% r/r	-0,5% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lis	10,2% r/r	10,0% r/r	9,8% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lis	4,7% r/r	0,0% r/r	-2,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	lis	-5,2% r/r	-3,9% r/r	-3,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lis	-9,6% r/r	-10,5% r/r	-11,7% r/r
13:00	US	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	gru	4,75%	4,75%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	gru	4,00%	4,00%	-
piątek 20 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lis	2,3% r/r	1,2% r/r	1,2% r/r
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lis	2,3% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lis	2,8% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lis	0,6% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lis	0,4% m/m	0,5% m/m	-
poniedziałek 23 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lis	4,9%	4,9%	5,0%
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lis	7,8% r/r	8,3% r/r	8,1% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

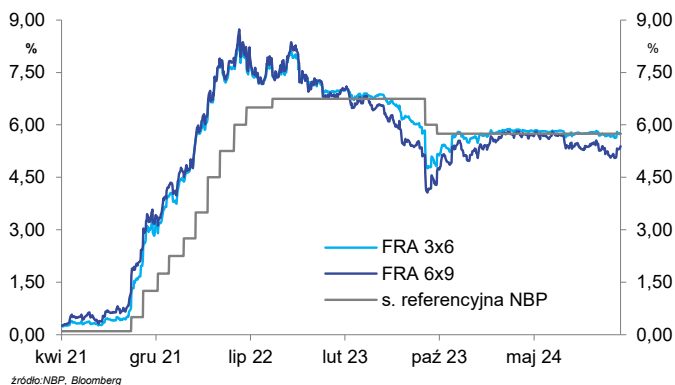
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



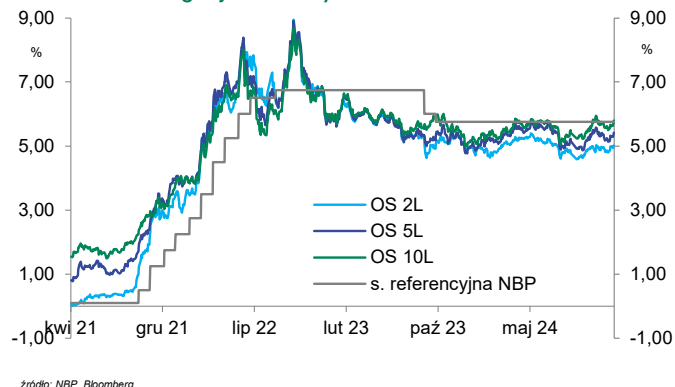
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



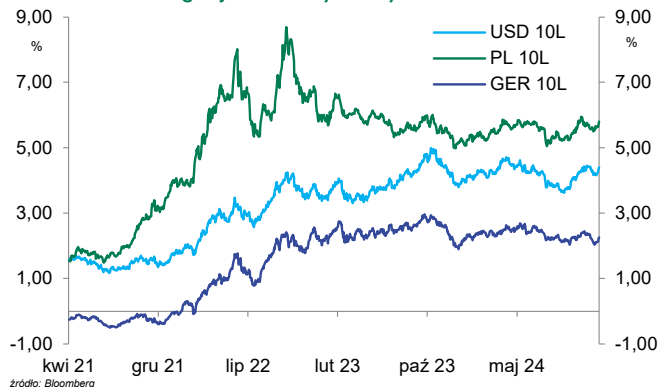
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



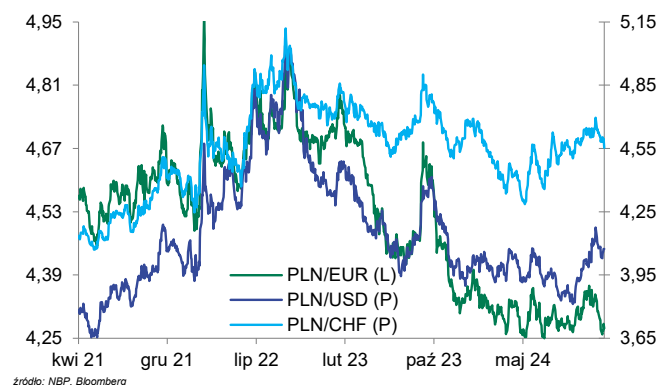
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



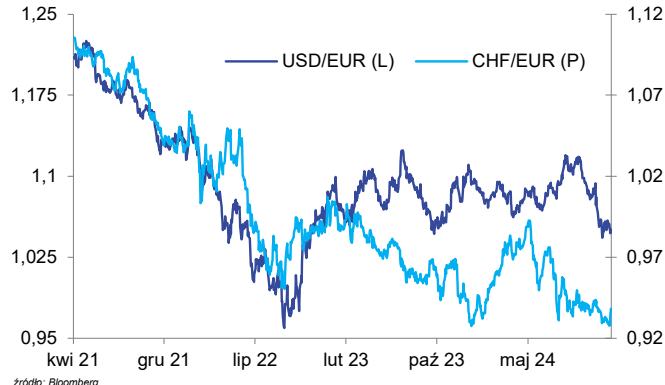
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



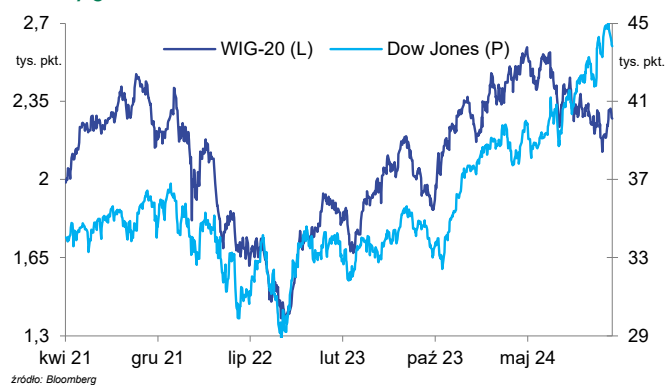
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



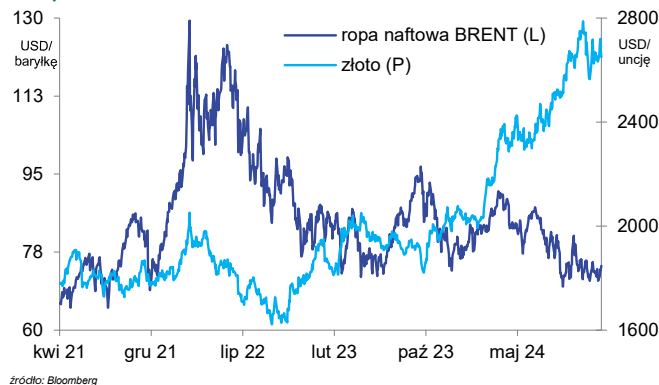
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



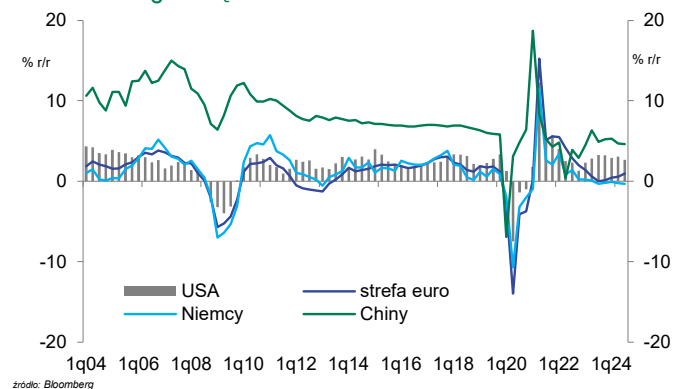
źródło: Bloomberg

2024-12-16

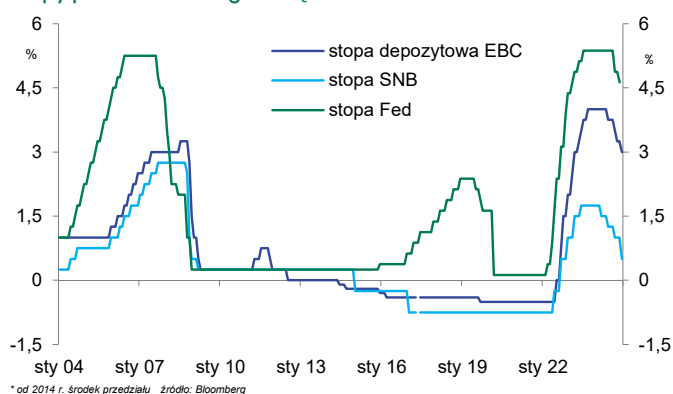
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

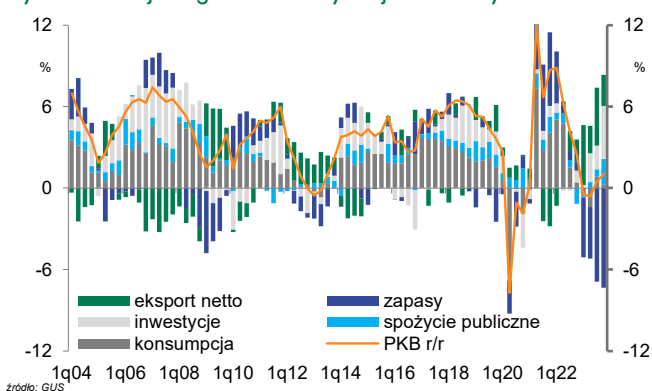
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



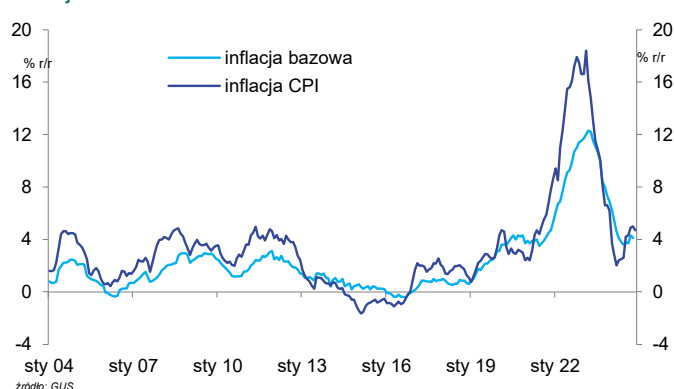
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



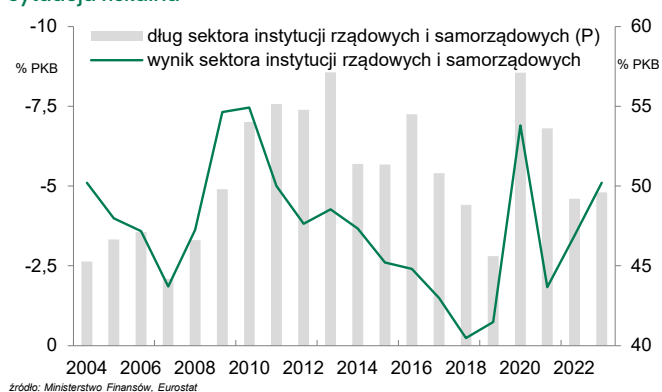
Rynek pracy



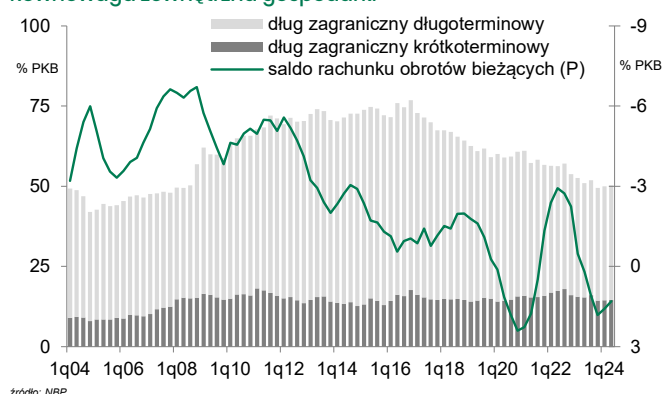
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2024	06.12.2024	13.12.2024	31.01.2025	28.02.2025	31.03.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,85	5,87	5,86	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,63	5,76	5,75	-	-	-
FRA 6x9	%	5,05	5,29	5,39	-	-	-
FRA 9x12	%	4,63	4,95	5,08	-	-	-
IRS 2L	%	4,86	5,10	5,19	-	-	-
IRS 5L	%	4,51	4,71	4,91	-	-	-
IRS 10L	%	4,67	4,82	5,08	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,79	4,99	5,02	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,14	5,29	5,41	5,10	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,50	5,61	5,80	5,50	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,30	4,27	4,27	4,32	4,34	4,35
PLN/USD	PLN	4,08	4,03	4,07	4,11	4,13	4,14
PLN/CHF	PLN	4,63	4,59	4,55	4,60	4,62	4,63
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,05	1,05	1,05	1,05
Stopa Fed	%	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,25	3,25	3,00	2,75	2,75	2,50
Stopa SNB	%	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,17	4,15	4,40	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,09	2,10	2,25	2,15	2,10	2,05

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.