

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 grudnia 2024

Słaba krajowa konsumpcja w III kw., z kolei w październiku sprzedaż detaliczna odbiła. RPP pozostawi stopy baz zmian.

- W minionym tygodniu uwaga rynkowa pozostawała skupiona na napływających danych gospodarczych wpływających na oczekiwania rynkowe co do przyszłej polityki Fed i EBC. Wpływ sytuacji politycznej na rynki pozostał raczej ograniczony, pomimo iż miniony tydzień obfitował w informacje ze świata polityki (deklaracja prezydenta elekta Donalda Trumpa, że pierwszego dnia po zaprzysiężeniu podniesie cła na import z Chin, a także z Meksyku i Kanady, perturbacje polityczne wokół rządu we Francji), czy geopolityki (przyspieszenie ofensywy rosyjskiej w Ukrainie).

- Publikacje listopadowego indeksu inflacji HICP w strefie euro i październikowego deflatora PCE wskazały, że notowany w połowie roku trend dezinflacyjny w USA i EMU wyhamował (m.in. z powodu efektów bazy odniesienia), co jest zgodne z oczekiwaniami. Jednocześnie napływające dane ze sfery realnej gospodarek i indeksów koniunktury wskazały na utrzymującą się słabą aktywność w strefie euro (spadek indeksu Ifo w Niemczech, czy wskaźnika nastrojów konsumentów we Francji) oraz pewne oznaki osłabienia aktywności w USA (październikowe wydatki i dochody konsumentów, indeks PMI w Chicago).

- Napływające dane gospodarcze nie wpłynęły znacząco na oczekiwania rynkowe co do grudniowych decyzji EBC i Fed. W przypadku EBC rynek nadal waha się między obstawianym jako pewne cięciem o 25 pkt. baz. a obniżką o 50 pkt. baz. Pomimo słabych danych wzrost oczekiwań na większe cięcie tonowany był przez niektóre jastrzębie wypowiedzi członków rady EBC (np. I. Schnabel). Natomiast rynki utwierdziły się w przekonaniu, że w średnim okresie skala cięć stóp będzie solidna (rynek obstawia w tej chwili poluzowanie o 150 pkt. baz. stóp do września 2025 r.). W przypadku Fed nieco słabsze dane z USA lekko podwyższyły oczekiwania na grudniowe cięcie stóp o 25 pkt. baz. powyżej 50%.

- Ugruntowanie się oczekiwań na obniżki stóp EBC przyczyniły się do wyraźnego spadku rentowności obligacji niemieckich do 2,09% na koniec tygodnia (spadek o 15 pkt. baz) dla papierów 10-letnich. Także w USA solidnie spadły rentowności 10-letnich papierów (o 23 pkt. baz. do 4,17%). Tutaj mógł wpłynąć efekt odreagowania wcześniejszego wzrostu rentowności bezpośrednio w reakcji na wynik wyborów w USA, czy też mniejsza płynność na rynku pod koniec świątecznego tygodnia (czwartkowe Święto Dziękczynienia).

- Na rynkach akcji widoczne było w minionym tygodniu wygaszanie pozytywnego „efektu Trumpa” dla amerykańskich giełd, niemniej nadal w skali tygodnia indeks MSCI wzrósł o 1%. W strefie euro indeks MSCI wzrósł o symboliczne 0,3%, a syntetyczny indeks dla rynków wschodzących powrócił do trendu spadkowego (-1%) po lekkim pozytywnym odreagowaniu wcześniejszych silnych spadków w reakcji na wyniki wyborów w USA.

- Na rynku walutowym miniony tydzień także przyniósł wyhamowanie wcześniejszych tendencji. Po powyborczej silnej aprecjacji dolar w minionym

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

tygodniu korekcyjnie osłabił się (o 0,7% w relacji do koszyka walut), powyżej 1,055 dolara za euro.

- Na krajowym rynku finansowym rentowności papierów skarbowych obniżyły się w ślad za rynkami bazowymi, choć w umiarkowanej skali. W skali tygodnia rentowności papierów 10-letnich obniżyły się o 6 pkt. baz. do 5,50%. WIG lekko stracił (0,2% w skali tygodnia), natomiast w warunkach osłabienia dolara wyraźnie zyskał złoty (o 1,6% w relacji do koszyka walut), powracając w okolice 4,30 złotego za euro i poniżej 4,10 złotego za dolara.
- W minionym tygodniu opublikowany został [pełny szacunek polskiego PKB za III kw.](#) wraz ze strukturą jego tworzenia. GUS potwierdził szacunek z publikacji *flash* – PKB wzrósł w III kw. o 2,7% r/r wobec wzrostu o 3,2% w II kw. Natomiast negatywną niespodzianką było bardzo silne spowolnienie dynamiki konsumpcji (do zaledwie 0,3% r/r wobec 4,6% w II kw.) oraz wysoki wzrost wkładu zapasów we wzrost PKB. (kontrybucja o 2,8 pkt. proc. wyższa od naszej prognozy). Trudno w świetle pozostałych danych z gospodarki (nastroje konsumentów i przedsiębiorstw, dynamika realnych dochodów, aktywność na rynku pracy) wytłumaczyć tak silne tąpnięcie konsumpcji w III kw. Czas pokaże czy był to efekt o charakterze statystycznym i kolejne korekty GUS wskażą na podwyższenie szacunku konsumpcji i zmniejszenie wkładu zapasów, czy faktycznie w III kw. miało miejsce tak silne osłabienie konsumpcji. Tak czy tak w naszej ocenie utrwalenie tak słabego wzrostu konsumpcji jest w bazowym scenariuszu mało prawdopodobne i w kolejnych kwartalach dynamika konsumpcji wzrośnie z bardzo niskiego poziomu w III kw. Te oczekiwania wspierają ubiegłotygodniowe publikacje nt. październikowej [sprzedaży detalicznej](#) (odreagowanie w górę po wrześniowym spadku) i nt. obniżenia [stopy bezrobocia](#) w październiku.
- Ubiegłotygodniowa [publikacja wstępnego szacunku CPI za listopad](#) potwierdziła oczekiwania na spadek CPI (do 4,7% r/r) głównie z powodu wysokiej bazy odniesienia sprzed roku w przypadku paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa lekko wzrosła w listopadzie do 4,2%. Jednocześnie prognozujemy, że w grudniu inflacja CPI powróci w okolice 5% r/r.
- Sądzymy, że ostatnie publikacje nie będą miały znaczenia dla środowowej decyzji RPP – oczekujemy utrzymania stóp NBP bez zmian. Natomiast ciekawe będzie jak starsze dane nt. konsumpcji prywatnej skomentuje prezes NBP podczas konferencji prasowej w czwartek. Naszym zdaniem można liczyć się z lekkim złagodzeniem przekazu, natomiast oczekujemy, że prezes NBP podtrzyma ocenę, że decyzje będą zależne od napływających danych i że do rozpoczęcia dyskusji w RPP nt. obniżki stóp dojdzie podczas posiedzenia w marcu.
- Na globalnym rynku finansowym w bieżącym tygodniu w centrum uwagi pozostaną publikacje danych. W USA będą to wcześniejsze publikacje wskaźników koniunktury ISM za listopad, liczba wakatów wg ankiety JOLTS, a w szczególności piątkowe dane z rynku pracy za listopad. Te dane będą istotne dla decyzji Fed ws. stóp procentowych podczas posiedzenia 17-18 grudnia.
- W strefie euro oczekiwane będą październikowe dane z niemieckiego przemysłu (zmówienia i produkcja) oraz nt. sprzedaży detalicznej w strefie euro. Natomiast najistotniejsze z punktu widzenia kształtowania się oczekiwań co do skali obniżki stóp przez EBC w kolejnym tygodniu (12.12) wydaje się środowowe wystąpienie prezes Lagarde w Parlamencie Europejskim.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3–4 grudnia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie **5,75%**. Sama decyzja RPP nie jest obarczana niepewnością – prezes NBP i członkowie RPP wskazywali dotychczas, że dyskusja nt. zmian stóp procentowych rozpocznie się najwcześniej w I kw. przyszłego roku. Także treść komunikatu Rady po posiedzeniu zapewne nie zmieni się w jego istotnych częściach dot. perspektywy polityki pieniężnej, z podtrzymaniem zależności przyszłych decyzji RPP od napływających informacji z otoczenia gospodarczego.

Natomiast ciekawe będzie jak ostatnie słabsze dane nt. konsumpcji prywatnej skomentuje prezes NBP podczas konferencji prasowej w czwartek. Naszym zdaniem można liczyć się z lekkim złagodzeniem przekazu, natomiast oczekujemy, że prezes NBP podtrzyma ocenę, że decyzje będą zależne od napływających danych i że do rozpoczęcia dyskusji w RPP nt. obniżki stóp dojdzie podczas posiedzenia w marcu.

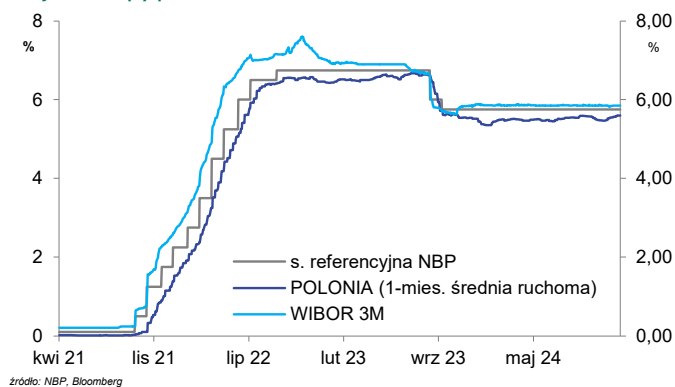
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lis	46,5 pkt.	48,0 pkt.	-
wtorek 3 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	paź	7 443 tys.	7 490 tys.	-
środa 4 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lis	52,0 pkt.	52,5 pkt.	-
14:30	EMU	Wystąpienie prezesa EBC w Parlamencie Europejskim	-	-	-	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	gru	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lis	56,0 pkt.	55,4 pkt.	-
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
czwartek 5 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	paź	4,2% m/m	-2,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	paź	0,5% m/m	-0,4% m/m	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
piątek 6 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	paź	-2,5% m/m	1,0% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	III kw.	0,4% kw/kw(II szac)	-	-
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	lis	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lis	12 tys.	190 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lis	4,1%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	lis	4,0% r/r	4,0% r/r	-
poniedziałek 9 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	lis	0,3% r/r	0,3% r/r	-

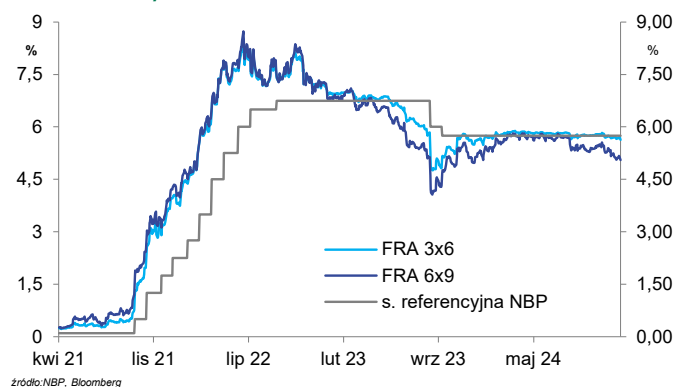
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

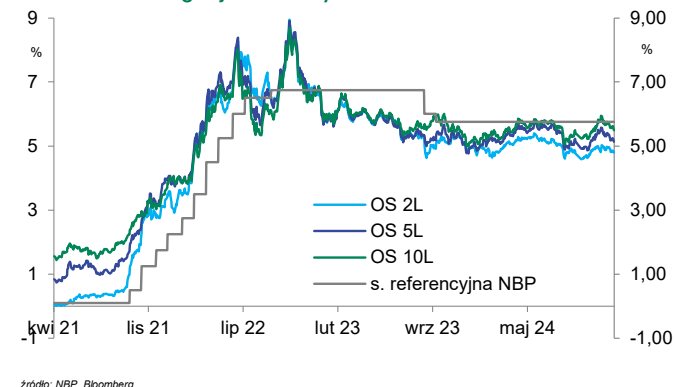
Krajowe stopy procentowe



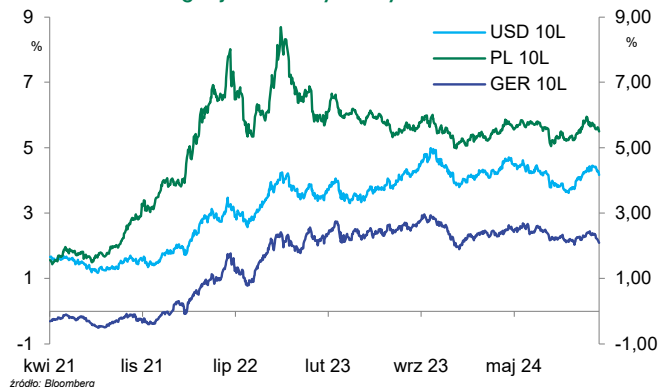
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



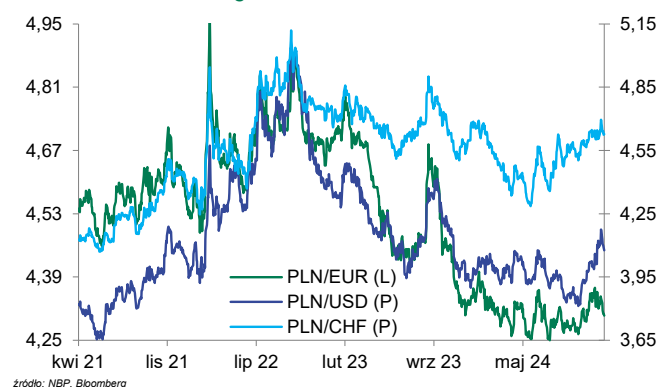
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



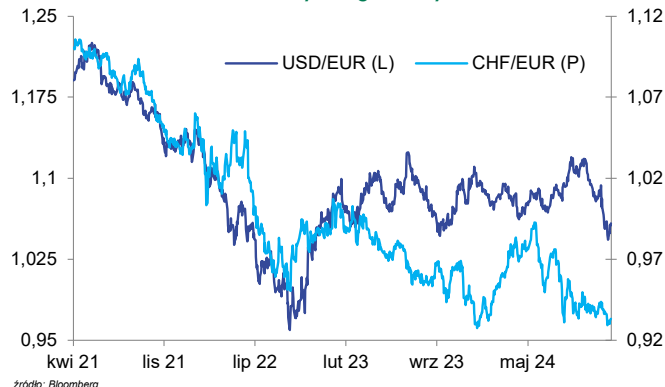
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



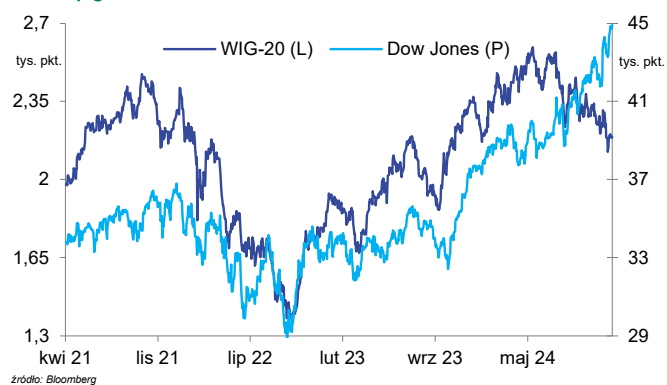
Notowania kursu złotego



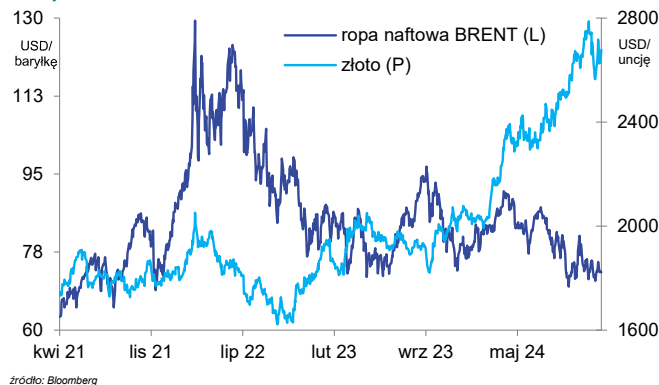
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

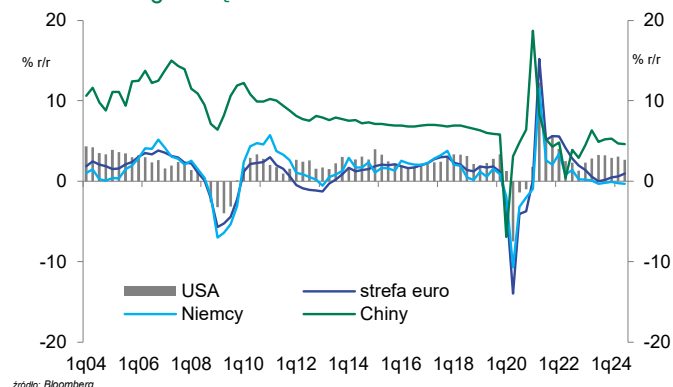


Ceny surowców



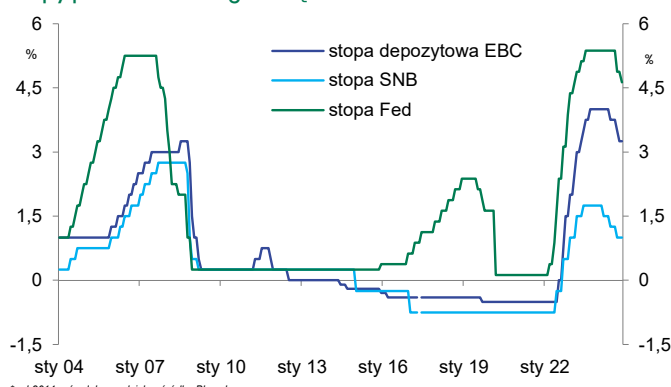
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



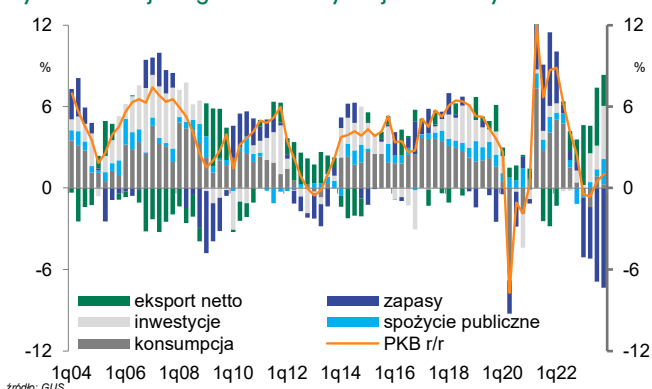
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



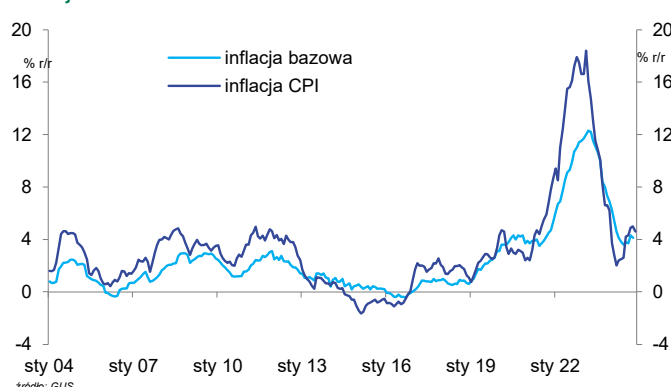
źródło: GUS

Rynek pracy



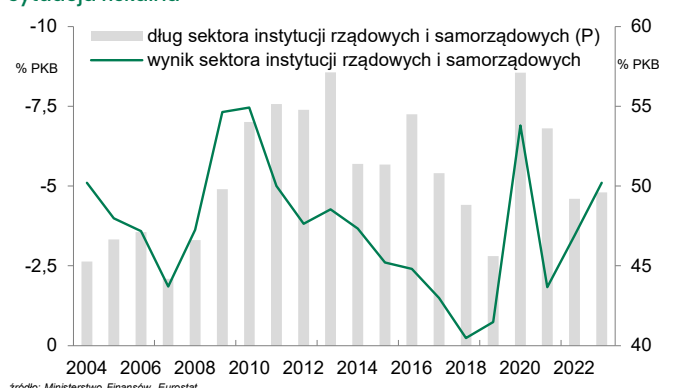
źródło: GUS

Inflacja



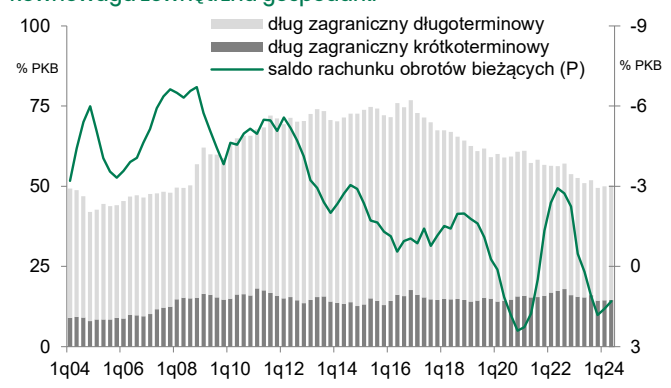
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2024	22.11.2024	29.11.2024	31.12.2024	31.01.2025	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	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,75	5,68	5,63	-	-	-
FRA 6x9	%	5,39	5,12	5,05	-	-	-
FRA 9x12	%	5,09	4,72	4,63	-	-	-
IRS 2L	%	5,29	4,92	4,86	-	-	-
IRS 5L	%	5,07	4,59	4,51	-	-	-
IRS 10L	%	5,24	4,77	4,67	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,02	4,82	4,79	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,18	5,14	5,20	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,93	5,56	5,50	5,60	5,50	5,30
PLN/EUR	PLN	4,35	4,34	4,30	4,36	4,37	4,38
PLN/USD	PLN	4,01	4,18	4,08	4,12	4,14	4,17
PLN/CHF	PLN	4,63	4,70	4,63	4,64	4,65	4,66
USD/EUR	USD	1,09	1,04	1,06	1,06	1,06	1,05
Stopa Fed	%	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,25	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50
Stopa SNB	%	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,28	4,40	4,17	4,30	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,39	2,24	2,09	2,20	2,15	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.