

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 grudnia 2024

Prezes NBP zaostrzył przekaz, ale naszym zdaniem obniżki stóp w 2025 r. są nadal prawdopodobne. Już w czwartek EBC obniży stopy o 25 pkt. baz.

- Miniony tydzień przyniósł wzrost apetytu na ryzykowne aktywa na globalnym rynku finansowym z ponownym wzrostem notowań akcji. Lekki wzrost stopy bezrobocia w USA wzmocnił oczekiwania na grudniowe poluzowanie polityki monetarnej przez Fed, przy utrzymujących się oczekiwaniach na obniżkę stóp EBC w tym tygodniu, a jednocześnie opublikowane w minionym tygodniu dane nie wskazały na wzrost ryzyka gwałtownego hamowania aktywności globalnej gospodarki. Ubiegłotygodniowe wydarzenia polityczne (przegłosowanie we Francji wotum nieufności wobec rządu premiera Barniera, czy nieudana próba wprowadzenia stanu wojennego w Korei Południowej) miały istotniejszy wpływ jedynie na notowania aktywów lokalnych.
- Najbardziej oczekiwanymi danymi były listopadowe wyniki rynku pracy w USA opublikowane pod koniec tygodnia. Dane nie zaskoczyły – zatrudnienie wzrosło o 227 tys., wobec 36 tys. w październiku, stopa bezrobocia wzrosła do 4,2% wobec 4,1%, a wynagrodzenia godzinowe wzrosły o 4,0% r/r. W połączeniu z wyższą od oczekiwań liczbą wolnych nieobsadzonych etatów wg ankiety JOLTS, wyższym listopadowym wskaźnikiem koniunktury ISM w przemyśle (48,4 pkt., nadal poniżej 50 pkt.) i niższym indeksem ISM w usługach (52,1 pkt.), wskazały, że aktywność gospodarki amerykańskiej pozostaje relatywnie silna, z lekką tendencją do osłabienia, jednocześnie unika skrajnych scenariuszy.
- Z kolei październikowe dane z niemieckiego przemysłu – spadek zamówień o 1,5% m/m (powyżej oczekiwań) i spadek o 1,0% m/m produkcji przemysłowej (poniżej oczekiwań) – potwierdziły stagnację gospodarczą w Niemczech.
- W minionym tygodniu największe zmiany notowane były na rykach akcji, na które powrócił optymizm. W skali tygodnia światowy indeks MSCI wzrósł o 1,2%, przy wzroście o 1% w USA, aż 3% w strefie euro i o 2,6% indeksu MSCI dla rynków wschodzących (od listopadowych wyborów w USA pierwszy tydzień z ponad 2-proc. wzrostem MSCI EM w skali tygodnia).
- Na rynku obligacji USA, po względnie stabilnej większości tygodnia, koniec tygodnia przyniósł obniżenie rentowności obligacji amerykańskich na krótszym końcu krzywej dochodowości (o 5 pkt. baz. dla obligacji 2-letnich) w reakcji na wzrost stopy bezrobocia w USA. Choć dane te nie zaskoczyły, to ostatecznie zwiększyły w ocenie rynków szansę na obniżkę stóp Fed o 25 pkt. baz. podczas posiedzenia FOMC 17-18 grudnia (obecnie rynek dyskontuje obniżkę z ok 85-proc. prawdopodobieństwem). Z kolei po wyraźnych spadkach we wcześniejszych tygodniach rentowności Bundów praktycznie nie zmieniły się w skali tygodnia. Środowe wystąpienie prezes EBC w Parlamencie Europejskim, nie dało „paliwa” do wzrostu spekulacji nt. grudniowej obniżki stóp o 50 pkt. baz.
- Lekkie umocnienie oczekiwań na grudniową obniżkę stóp w USA, przy ugruntowaniu się oczekiwań na obniżkę stóp EBC o 25 pkt. baz. wystarczyło dla

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

stabilizacji notowań euro i dolara w relacji do koszyka walut, a także relacji USD/EUR nieco poniżej 1,06 dolara za euro.

- Z kolei na krajowy rynek finansowy dominujący wpływ w minionym tygodniu miał czynnik krajowy, czyli nieoczekiwane restrykcyjny przekaz prezesa NBP podczas konferencji po grudniowym posiedzeniu RPP. Rada zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym 5,75% dla stopy referencyjnej NBP. Natomiast prezes Głapiński zaskoczył rynki sygnalizując, że perspektywa obniżek stóp NBP odsunęła się w nawet na 2026 r. z powodu oczekiwanego wzrostu inflacji CPI pod koniec 2025 roku w wyniku odmrożenia cen energii elektrycznej. Taki przekaz był kompletnym zaskoczeniem dla rynku, który raczej spodziewał się pewnego złagodzenia narracji w reakcji na wyraźne osłabienie konsumpcji prywatnej w III kw.
- W reakcji na wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie wzrosły notowania obligacji skarbowych, IRS (na krótszych tenorach o ok. 20 pkt. baz., na dłuższych o ok. 10-15 pkt. baz.) i kontraktów FRA. Konserwatywna retoryka prezesa NBP w połączeniu ze wzrostem globalnego apetytu na rynku wzmocniła złotego, który w relacji do koszyka walut zyskał 0,7% i umocnił się wobec wszystkich walut rezerwowych – w relacji do euro poniżej 4,27 i dolara poniżej 4,05.
- Krajowemu rynkowi akcji udzielił się natomiast globalny optymizm, co spowodowało spektakularny wzrost WIG o 4,4%, do którego jednak po części także „przyczynił” się prezes NBP (wzrost o ponad 7% notowań WIG-banki).
- Dla nas ostatni przekaz prezesa NBP także był zaskoczeniem, choć raczej nie tak dużym jak dla rynków. Liczyliśmy się co prawda ze złagodzeniem narracji w reakcji na słabszą konsumpcję, ale jednocześnie podtrzymaliśmy scenariusz najbliższej obniżki stóp w lipcu (później niż obstawiał rynek). Jak bowiem wskazaliśmy w ostatnim [Przeglądzie kwartalnym](#), przyjmowaliśmy, że RPP może powoływać się na niepewność co do kształtowania się inflacji w II poł. roku po odmrożeniu cen energii elektrycznej. Jednocześnie, choć podczas grudniowej konferencji prezes NBP wskazał na 2026 r. jako moment możliwego obniżenia stóp NBP, nie widzimy podstaw, by korygować nasz bazowy scenariusz, że do pierwszej obniżki stóp dojdzie w lipcu przyszłego roku.
- Należy zwrócić uwagę, że dla prezesa NBP przesłanką dla znaczącego odsunięcia w czasie obniżek stóp stał się oczekiwany wzrost inflacji CPI w IV kw. 2025 r. (do ok. 4,7% r/r na koniec roku) po odmrożeniu cen energii w październiku. Natomiast prezes Głapiński oparł się na scenariuszu NBP, który zakłada m.in. odmrożenie cen energii elektrycznej (obecnie 500 zł netto za MWh) do poziomu obowiązujących obecnie taryf (623 zł netto za MWh), podczas gdy bieżące warunki rynkowe wskazują na wysokie prawdopodobieństwo, że na wiosnę przyszłego roku URE zatwierdzi nowe taryfy na energię, które będą niższe od obecnie obowiązujących taryf (choć zapewne nadal wyższe niż ustawowy poziom bieżącego zamrożenia cen). To zaś oznacza, że wg naszego bazowego scenariusza wzrost cen energii elektrycznej w II poł. 2025 r. (efekt przywrócenia opłaty mocowej w lipcu '25 i odmrożenia cen w październiku '25) będzie wyraźnie niższy niż w 2024 r., co spowoduje obniżenie rocznej dynamiki cen energii i spadek wskaźnika CPI w II poł. roku poniżej 4% r/r.
- Tym samym naszym zdaniem przy okazji lipcowej projekcji NBP prawdopodobnie nieaktualny będzie już argument o niepewności co do

kształtowania się cen energii w przyszłości i jego wpływu na inflację (odmrożenie cen energii) i jednocześnie lipcowa projekcja powinna wskazać w II poł. roku na inflację niższą niż w I poł. 2025 r. oraz na trend spadkowy inflacji w dłuższej perspektywie. Zatem w lipcu spełniony zostanie warunek obniżki stóp dotychczas przedstawiany przez większość członków RPP – nastąpi stabilizacja bieżącej inflacji CPI oraz projekcja NBP wskaże na perspektywę niższej inflacji w kolejnych kwartałach. Tym samym nie mamy obecnie podstaw do korekty naszego scenariusza stóp procentowych NBP w 2025 r. Oczywiście, biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia we zmienności przekazu prezesa NBP (w tym zmiennością w doborze argumentów do uzasadnienia bieżącej tezy), prognozowanie przyszłej polityki RPP jest generalnie obciążone wysoką niepewnością. I w konsekwencji ryzyko dla naszej prognozy wzrosło (możliwe późniejsze obniżki stóp). Natomiast wielość członków RPP po ostatniej konferencji prezesa NBP, którzy w większości podtrzymują opcję obniżek stóp w 2025 r., każe z pewną rezerwą podchodzić do ostatnich wypowiedzi prezesa NBP.

- W bieżącym tygodniu z kolei raczej nie zaskoczy Rada Prezesów EBC obniżając stopy o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do 3,00% w reakcji na stagnację w gospodarce strefy euro i perspektywę dalszego obniżania się inflacji. Choć całkowicie nie można wykluczyć niespodzianki w postaci obniżki o 50 pkt., to od takiego ruchu już bardziej prawdopodobne wydaje nam się pewne złagodzenie przekazu banku centralnego z bardziej jednoznacznym wskazaniem kierunku dalszych obniżek stóp (inaczej niż po obniżkach stóp w tym roku).
- Bieżący tydzień będzie z kolei ubogi w publikacje danych – najistotniejsza będzie październikowa inflacja CPI w USA, ostatnia istotna dana z gospodarki przed grudniowym posiedzeniem FOMC.
- Z kolei początek przyszłego tygodnia będzie już zdecydowanie obfitszy w publikacje danych – w poniedziałek za tydzień planowane są wstępne odczyty grudniowych indeksów koniunktury PMI w strefie euro (tradycyjnie około tydzień wcześniej niż w pozostałych miesiącach) oraz listopadowe wyniki ze sfery realnej gospodarki chińskiej (produkcja przemysłu, sprzedaż detaliczna, inwestycje).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (12 grudnia)

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 3,00%. Choć po październikowej obniżce stóp, retoryka EBC pozostała neutralna, nie wskazując na obniżkę na posiedzeniu kolejnym, to publikowane w ostatnim czasie dane, wyższe ryzyko dla prognoz gospodarczych oraz retoryka członków rady EBC wskazują na wysokie prawdopodobieństwo redukcji stóp na grudniowym posiedzeniu.

Kluczowym argumentem za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej są publikacje słabych danych ze sfery realnej (gł. listopadowe indeksy PMI) oraz wyższe ryzyko dla wzrostu aktywności z tytułu sytuacji geopolitycznej i w globalnym handlu (niepewność polityki nowej administracji w USA). Dodatkowo, niższe ceny surowców energetycznych, informacje dot. wyhamowania dynamiki płać w 2025 i 2026 wspierają prognozę spadku inflacji HICP do celu EBC w trakcie 2025 r. Na takie kwestie, tj. ryzyka dla wzrostu oraz wzmocnienie prognoz spadku inflacji jak również konieczność dalszego luzowania polityki pieniężnej wskazywali w minionych tygodniach przedstawiciele EBC, w tym prezes Lagarde.

Choć nie wykluczamy większej obniżki rzędu 50 pkt. baz. na grudniowym posiedzeniu, to sądzimy, że bardziej prawdopodobny jest bardziej stopniowy ruch biorąc pod uwagę, że w głównej mierze ryzyka dla prognoz są związane z niepewnością co do decyzji administracji USA, a jeszcze nie z tymi decyzjami. Bardziej prawdopodobne wydaje nam się pewne złagodzenie przekazu banku centralnego z bardziej jednoznacznym wskazaniem kierunku dalszych obniżek stóp (inaczej niż po obniżkach w trakcie br.), niż większej skali obniżki już na najbliższym posiedzeniu.

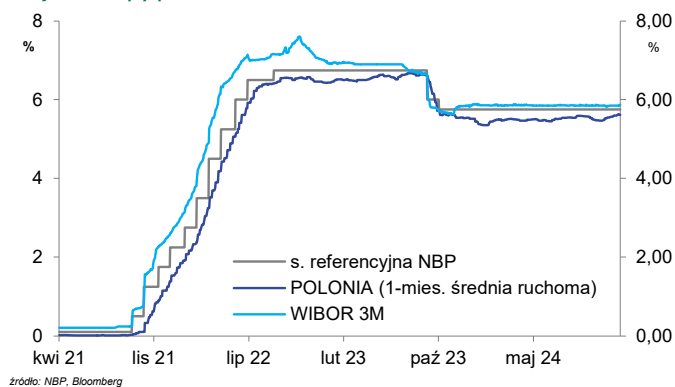
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	lis	12,7% r/r	8,9% r/r	-
03:00	CHN	Import	lis	-2,3% r/r	1,0% r/r	-
środa 11 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	lis	2,6% r/r	2,7% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lis	3,3% r/r	3,3% r/r	-
czwartek 12 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	gru	3,25% / 3,40%	3,00% / 3,15%	3,00% / 3,15%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	gru	-	-	-
piątek 13 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	lis	4,6% r/r (wst.)	-	4,6-4,7% r/r
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	paź	-1,434 mld EUR	-0,300 mld EUR	0,731 mld EUR
poniedziałek 16 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stopy procentowej MLF	gru	2,00%	1,95%	-
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lis	5,3% r/r	5,5% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lis	4,8% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-lis	3,4% r/r	3,5% r/r	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	gru	43,0 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	gru	49,3 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	gru	45,2 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	gru	49,5 pkt.	-	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lis	4,1% r/r	4,2% r/r	4,2% r/r

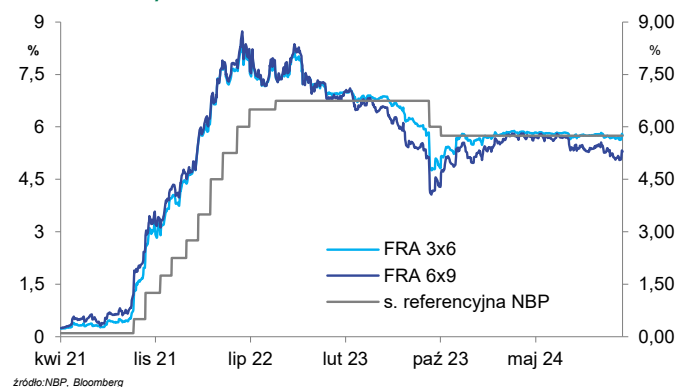
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

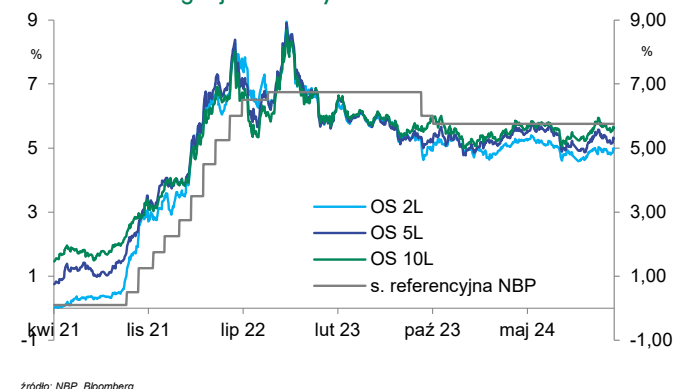
Krajowe stopy procentowe



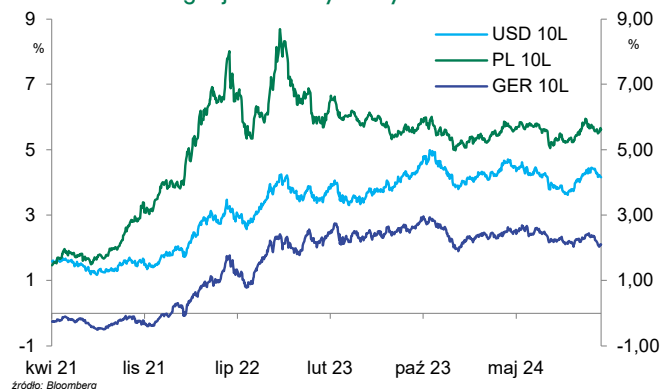
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



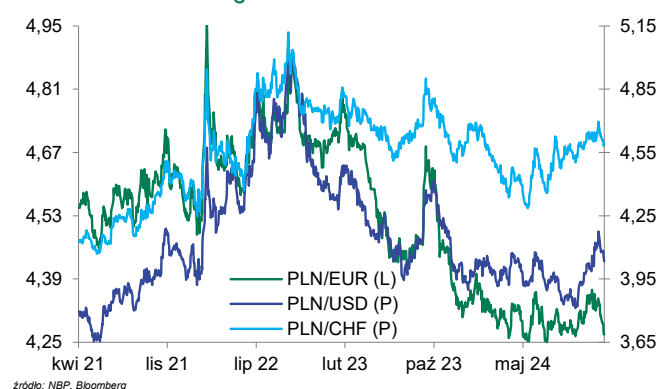
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



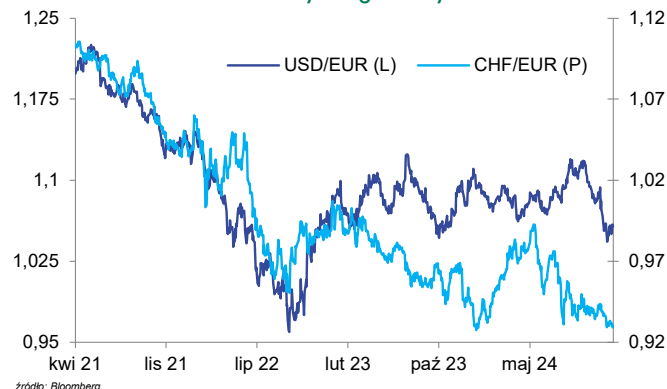
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



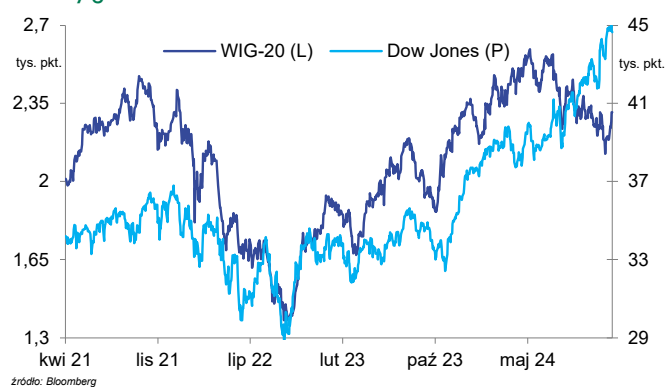
Notowania kursu złotego



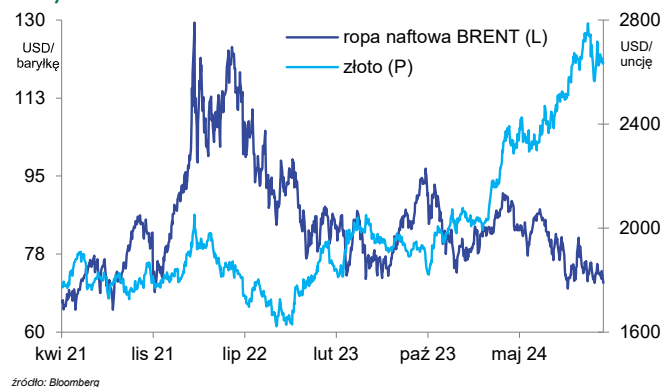
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

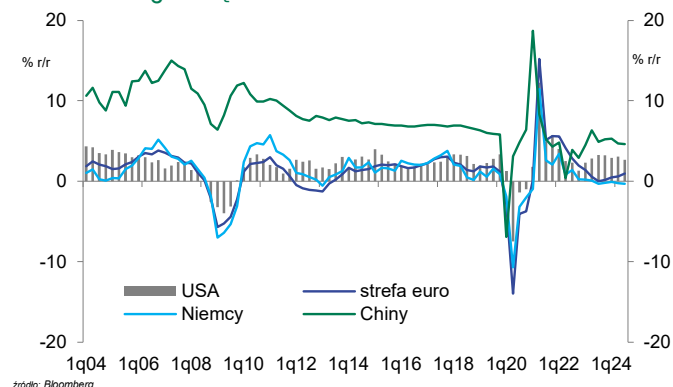


Ceny surowców

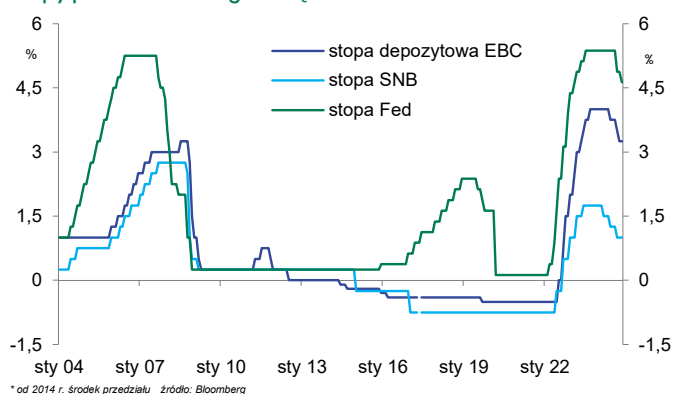


Sfera realna

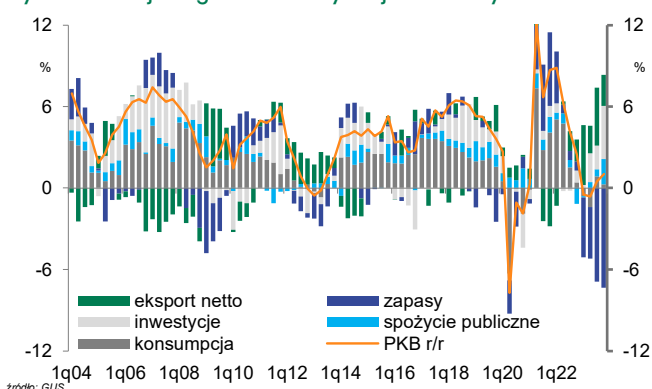
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



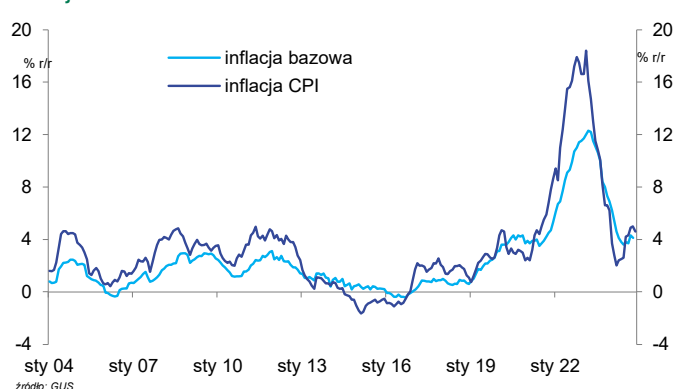
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



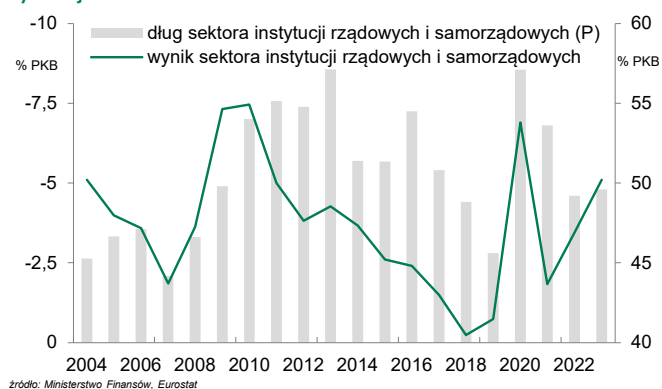
Rynek pracy



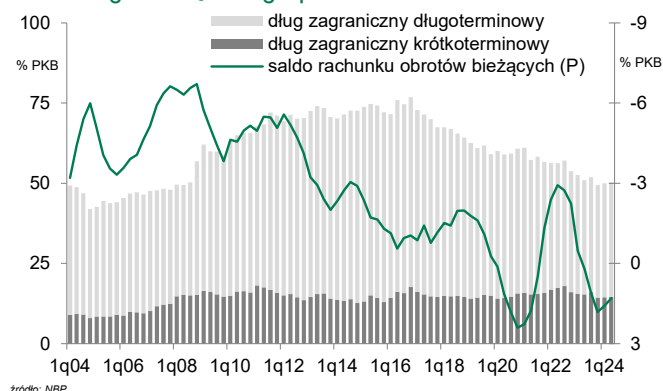
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2024	29.11.2024	06.12.2024	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	5,87	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,63	5,63	5,76	-	-	-
FRA 6x9	%	5,05	5,05	5,29	-	-	-
FRA 9x12	%	4,63	4,63	4,95	-	-	-
IRS 2L	%	4,86	4,86	5,10	-	-	-
IRS 5L	%	4,51	4,51	4,71	-	-	-
IRS 10L	%	4,67	4,67	4,82	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,79	4,79	4,99	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,14	5,14	5,29	5,20	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,50	5,50	5,61	5,55	5,50	5,30
PLN/EUR	PLN	4,30	4,30	4,27	4,35	4,36	4,38
PLN/USD	PLN	4,08	4,08	4,03	4,14	4,15	4,17
PLN/CHF	PLN	4,63	4,63	4,59	4,63	4,64	4,66
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,06	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	3,25	3,00	2,75	2,50
Stopa SNB	%	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,17	4,17	4,15	4,30	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,09	2,09	2,10	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.