

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 listopada 2024

Jednoznaczne zwycięstwo Donalda Trumpa i republikanów. Póki co dane makro powracają do centrum uwagi, w Polsce będzie to PKB w III kw.

- Jednoznaczne zwycięstwo Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA wraz uzyskaniem przez Partię Republikańską większości w Senacie oraz prawdopodobnym utrzymaniem większości w Izbie Reprezentantów przyniosło praktycznie wyklarowanie się scenariusza politycznego w USA. Przez najbliższe lata republikanie najprawdopodobniej będą mieli pełnię władzy wykonawczej i ustawodawczej w USA. Z drugiej strony rozpad koalicji rządowej w Niemczech i perspektywa przedterminowych wyborów parlamentarnych na przełomie roku skutkuje wzrostem niepewności politycznej w największej gospodarce europejskiej.
- Powrót Donalda Trumpa do Białego Domu wraz z zapewne pełnym poparciem Kongresu USA dla jego polityki oznacza istotne implikacje dla światowej sytuacji gospodarczej i rynkowej. Szczegółową ocenę wraz z prognoząmi dla gospodarki światowej i polskiej przedstawimy w najbliższym Przeglądzie Kwartalnym. Niemniej w świetle zapowiedzi przedwyborczych Trumpa już dziś możliwe jest nakreślenie generalnego kierunku polityki gospodarczej w USA po 20 stycznia, kiedy Donald Trump zostanie zaprzysiężony na 47 prezydenta USA. Sztandarowe postulaty Donalda Trumpa z kampanii wyborczej to ograniczenie deficytu handlowego USA poprzez nałożenie ceł na produkty importowane z Chin (w wysokości 60%) i z pozostałych krajów (10-20%), przedłużenie ulg podatkowych, które obecnie obowiązują do 2025 r. oraz wprowadzenie nowych (m.in. związanych z inwestycjami na poczet przyszłych emerytur), znaczące ograniczenie migracji do USA, deregulowanie gospodarki (w tym w zakresie wydobywania paliw kopalnych, co ma doprowadzić do obniżenia ich cen). Ostateczne rozwiązania w zakresie polityki gospodarczej, w tym polityki handlowej zapewne będą się różniły od hasłowych zapowiedzi z kampanii wyborczej (prawdopodobnie mniejsza skala stawek celnych, bardziej selektywna polityka wobec poszczególnych państw). Niemniej wynik wyborów w USA oznacza bardziej protekcyjną politykę handlową USA wymierzoną w Chiny i najprawdopodobniej w Unię Europejską oraz bardziej ekspansywną od dotychczasowej politykę fiskalną.
- Wobec słabej koniunktury w globalnej wymianie handlowej potężonej ze stagnacją w światowym przemyśle, słabości gospodarek europejskich oraz postępującego dostosowania nierównowag w gospodarce chińskiej (sektor nieruchomości) zaostrezenie protekcyjnej polityki handlowej USA oznacza wzrost ryzyka dla gospodarki światowej (w szczególności dla Chin i UE), przy jednoczesnym możliwym krótkoterminowym pozytywnym impulsie dla koniunktury gospodarczej w USA. Generalnie oznacza to (przynajmniej w krótkim okresie) pozytywny klimat dla kursu dolara i większości akcji w USA oraz negatywny dla aktywów europejskich i rynków wschodzących.

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

- W przypadku rynku obligacji należy oczekiwać, że w najbliższych miesiącach Fed będzie przede wszystkim reagował na rozwój koniunktury gospodarczej w USA w oczekiwaniu na wpływ na gospodarkę realną i procesy inflacyjne przyszłej polityki administracji rządowej w 2025 r. i w kolejnych latach. Jednocześnie niepewność co do konkretnych działań administracji prezydenckiej zwiększyło ryzyko dla naszej dotychczas prognozowanej skali spadku rentowności obligacji w USA, których oczekujemy z tytułu obniżek stóp Fed w I. 2024 – 2025. Natomiast wobec ryzyk dla koniunktury gospodarczej w Europie bilans ryzyka dla polityki monetarnej EBC jednoznacznie ciąży w kierunku większej skali i tempa rozluźniania polityki monetarnej przez EBC.
- Ubiegłotygodniowe rozstrzygnięcie polityczne w USA pozwoliło rynkom na jednoznaczną co do kierunku reakcję po okresie podwyższonej zmienności w oczekiwaniu na wyniki wyborów. Rynki finansowe „obstawiały” zwycięstwo Trumpa, stąd ubiegłotygodniową reakcję rynkową trudno określić jako gwałtowną. Niemniej powszechnie liczone się z tym, że proces ostatecznego wyłonienia zwycięzcy wyborów prezydenckich może trwać kilka dni, a nawet tygodni, co podsyciło zmienność notowań przed wyborami. Spadek tej niepewności oraz uwzględnienie przez rynki prawdopodobnych skutków dla gospodarki USA i pozostałych gospodarek spowodowało, że jednoznacznym beneficjentem sytuacji powyborczej w USA były w minionym tygodniu aktywa amerykańskie (akcje i dolar), a z kolei rynki europejskie zareagowały negatywnie. Mniej jednoznaczny był odbiór sytuacji powyborczej przez rynki wschodzące (różnokierunkowe zmiany na poszczególnych rynkach akcji i kursów walut wschodzących), które w wielu przypadkach już wcześniej wyraźnie straciły oczekując na wyniki wyborów w USA.
- W USA rynek akcji zareagował na wynik wyborów jednoznacznie pozytywnie (z wyjątkiem akcji w sektorach gospodarki uzależnionych od importu). W skali tygodnia indeks rynku akcji MSCI dla USA wzrósł o spektakularne 4,8%. Równolegle na wartości zyskał dolar, umacniając się w relacji do koszyka walut o 0,5%. Z kolei na rynkach strefy euro aktywa zareagowały dokładnie odwrotnie – indeks MSCI dla EMU spadł w skali tygodnia o 1,1% zaś kurs euro w relacji do koszyka walut obniżył się o 0,7%, w tym kurs euro w relacji do dolara spadł w okolice 1,07 dolara za euro wobec 1,85 USD/EUR przed tygodniem.
- Na rynkach bazowych obligacji tygodniowe zmiany notowań nie były tak jednoznaczne. Po sporej zmienności w trakcie tygodnia (skokowy wzrost rentowności w USA w połowie tygodnia) ostatecznie w skali całego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich lekko obniżyły się do 4,30%, choć generalnie pozostały blisko lokalnych maksimów. Temu spadkowi lekko pomogła zgodna z oczekiwaniami [obniżka stóp Fed o 25 pkt. baz.](#) i utrzymanie dotychczasowego przekazu FOMC po posiedzeniu. Jednocześnie lekko obniżyły się rentowności 10-letnich papierów niemieckich – o 4 pkt. baz. do 2,36% w warunkach wzrostu oczekiwań na luźniejszą politykę EBC.
- W ubiegłym tygodniu krajowy rynek finansowy zareagował na wyniki wyborów w USA lekkim pozytywnym odreagowaniem po tym jak w ostatnich tygodniach rodzime aktywa wyraźnie traciły m.in. w efekcie wzrostu oczekiwań rynkowych na zwycięstwo Trumpa, co dodatkowo wzmocnił efekt okresowo obniżonej płynności (Święto Wszystkich Świętych). WIG w skali tygodnia wzrósł o 3,4%, odreagowując po 4 tygodniach spadków. Po wcześniejszym wyraźnym

osłabieniu, także złoty lekko zyskał w skali minionego tygodnia w relacji do koszyka walut – o 0,4%, przy umocnieniu wobec euro i franka i osłabieniu wobec dolara. Natomiast bieżący tydzień przyniósł nawrót presji na osłabienie złotego.

- Generalnie dla gospodarki polskiej wzrost protekcyjizmu w polityce handlowej USA będzie negatywny, jeśli wejdą w życie obostrzenia handlowe wobec gospodarek UE – przede wszystkim przez efekt pośredni osłabienia koniunktury gospodarczej w Niemczech. Oznacza to w dłuższym okresie potencjalnie negatywny wpływ dla krajowego rynku akcji i dla kursu złotego.
- Po wysokiej zmienności w ostatnich tygodniach w warunkach niższej płynności w minionym tygodniu rentowności krajowych obligacji obniżyły się – w przypadku obligacji 10-letnich do 5,65%. Jednocześnie podobnie jak w przypadku rynków bazowych pozostają one wyraźnie wyższe niż średnio w III kw. W minionym tygodniu obniżyły się notowania dłuższych kontraktów FRA, natomiast tego ostatniego spadku nie wiązałibyśmy z ubiegłotygodniowym posiedzeniem RPP i przekazem prezesa NBP po posiedzeniu. W naszej ocenie prezes NBP był na konferencji nieco bardziej niż dotychczas wstrzeźliwy wobec scenariusza szybkich obniżek stóp – ponownie wskazał marzec jako początek dyskusji o obniżkach stóp, ale wykluczył obniżki w styczniu i lutym. Nadal pierwszej obniżki stóp oczekujemy w lipcu przyszłego roku, choć przyznajemy, że w świetle ryzyk dla gospodarki europejskiej i przez to polskiej, bilans ryzyka dla tego scenariusza przesuwają się w kierunku wcześniejszej pierwszej obniżki stóp. Kluczowy dla tego scenariusza będzie przebieg ścieżki inflacji z początkiem 2025 zależny od decyzji rządu ws. odmrażania cen energii oraz aktywność polskiej gospodarki w kontekście wspomnianych zagrożeń dla gospodarek europejskich.
- Po tym jak już praktycznie wyklarowała się powyborcza sytuacja polityczna w USA obecnie ten czynnik okresowo zejdzie na drugi plan, by powrócić im bliżej będziemy zaprzysiężenia Donalda Trumpa na prezydenta z początkiem przyszłego roku. Jednocześnie wypowiedzi prezydenta-elekta i kandydatów na najwyższe stanowiska w administracji Trumpa nt. przyszłej polityki gospodarczej będą na bieżąco uważnie śledzone.
- W tej sytuacji na pierwszy plan okresowo powrócą dane makroekonomiczne. W tym tygodniu będą to październikowe poziomy inflacji CPI, produkcji i sprzedaży detalicznej w USA, październikowe dane ze sfery realnej gospodarki Chin (produkcja, sprzedaż, inwestycje) oraz wrześniowa produkcja przemysłowa w strefie euro.
- W Polsce w tym tygodniu oczekiwana będzie publikacja wstępnego szacunku (*flash*) PKB za III kw. (bez struktury tworzenia). Prognozujemy, że w III kw. PKB wzrósł o 2,4% r/r wobec wzrostu o 3,2% r/r w II kw. Prognoza wyraźnego spadku dynamiki PKB w III kw. wynika z uwzględnienia bardzo słabego wyniku wrześniowej sprzedaży detalicznej. W rezultacie głównym powodem spadku dynamiki PKB w III kw. jest niższy wzrost konsumpcji prywatnej (obniżenie wzrostu do 3,0% r/r z 4,6% w II kw.). Przewidujemy także spadek kontrybucji inwestycji we wzrost do -0,1 pkt. proc. z +0,5 pkt. proc.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w III kw. – szacunek wstępny (14 listopada)**

Prognozujemy, że w III kw. PKB wzrósł o 2,4% r/r wobec wzrostu o 3,2% r/r w II kw.

Prognoza wyraźnego spadku dynamiki PKB w III kw. wynika ze słabszych danych nt. sprzedaży detalicznej. Na podstawie dotychczasowych informacji, nie mamy pewności co do powodów skokowego spadku sprzedaży we wrześniu. Zakładamy, że to spowolnienie miało charakter okresowy, natomiast z punktu widzenia prognozy danych dot. PKB kluczowe jest, na ile potwierdzą te dane statystyki rachunków narodowych za III kw. Na podstawie naszych założeń i analiz oceniamy, że dynamika PKB mogła ukształtować się w przedziale od 2,4% do 2,8% r/r (ten wyższy wynik założeniu, że słaby wrześniowy wynik sprzedaży detalicznej nie znalazłby odzwierciedlenia w rachunkach narodowych za III kw.).

Głównym powodem spadku dynamiki PKB w III kw. jest niższy wzrost konsumpcji prywatnej (obniżenie wzrostu do 3,0% r/r z 4,6% w II kw.), który obniża kontrybucję tej kategorii do 1,8 pkt. proc. z 2,6 pkt. proc. w II kw. Na podstawie danych dot. produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, danych z rynku nieruchomości, informacji NBP dot. nastrojów inwestycyjnych firm (Szybki Monitoring) zakładamy także spadek kontrybucji inwestycji we wzrost do -0,1 pkt. proc. z +0,5 pkt. proc.

Dane NBP wskazywały także na stabilizowanie się ocen przedsiębiorstw dot. zapasów, stąd oczekujemy w III kw. wygasania negatywnej kontrybucji tej kategorii we wzrost PKB. Ten efekt będzie (jak zawsze) w sporym stopniu mitygowany zmianami w zakresie kontrybucji eksportu netto. Dane NBP dot. bilansu płatniczego wskazują na utrzymanie w III kw. słabych wyników eksportu (co jest spójne ze stagnacją aktywności w przemyśle) i jednocześnie silniejszy wzrost importu, co przekłada się na pogorszenie kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB.

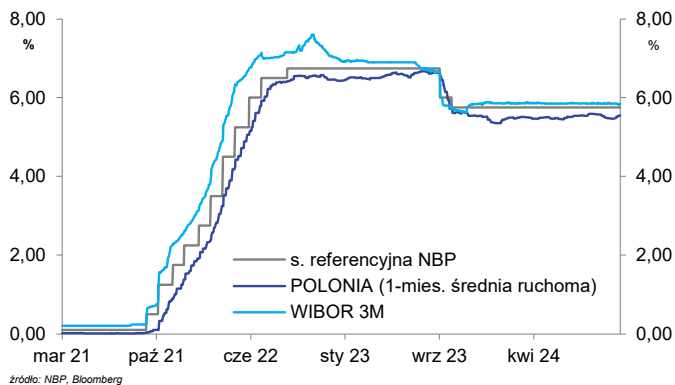
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 13 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		wrz	-2,244 mld EUR	-1,500 mld EUR	-1,277 mld EUR
14:30	US	Inflacja CPI		paż	2,4% r/r	2,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		paż	3,3% r/r	3,3% r/r	-
czwartek 14 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)		III kw.	3,2% r/r	2,9% r/r	2,4% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		wrz	1,8% m/m	-1,4% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)		III kw.	0,4% kw/kw (wst.)	-	-
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z październikowego posiedzenia EBC		paż	-	-	-
piątek 15 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa		paż	5,4% r/r	5,5% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna		paż	3,2% r/r	3,8% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje		sty-paż	3,4% r/r	3,5% r/r	-
10:00	CHN	Decyzja Banku Ludowego Chin dot. stopy procentowej MLF		lis	2,0%	2,0%	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)		paż	5,0% r/r (wst.)	-	4,9% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		paż	0,4% m/m	0,3% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa		paż	-0,3% m/m	-0,3% m/m	-
poniedziałek 18 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		paż	4,3% r/r	4,2% r/r	4,1% r/r

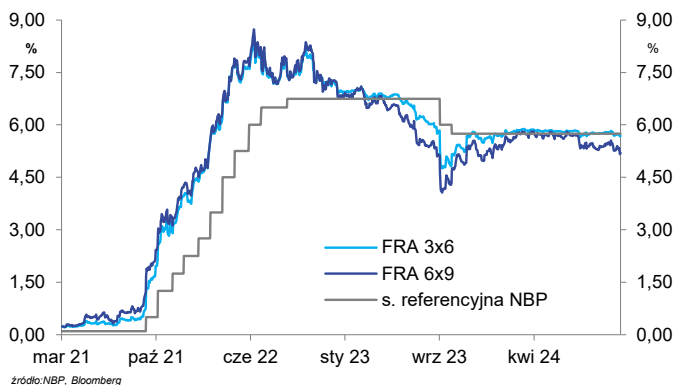
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

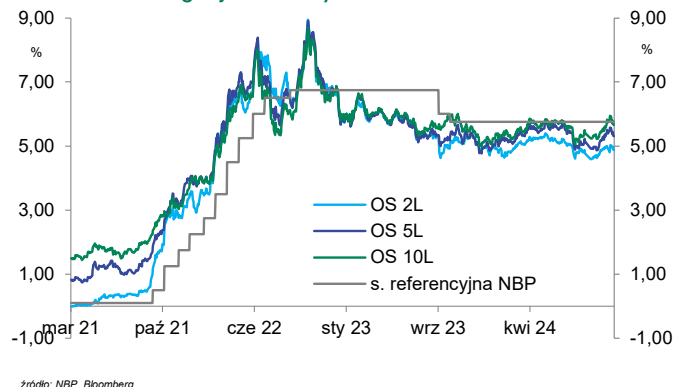
Krajowe stopy procentowe



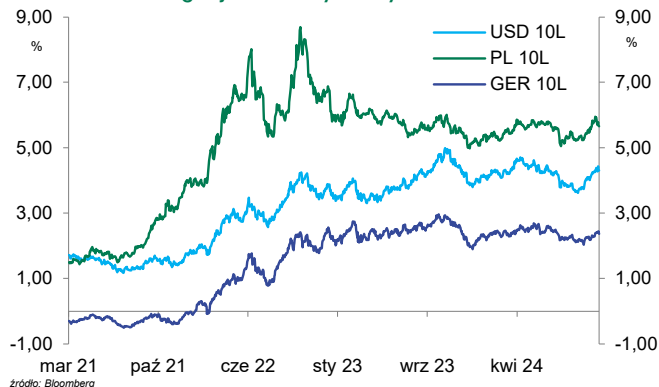
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



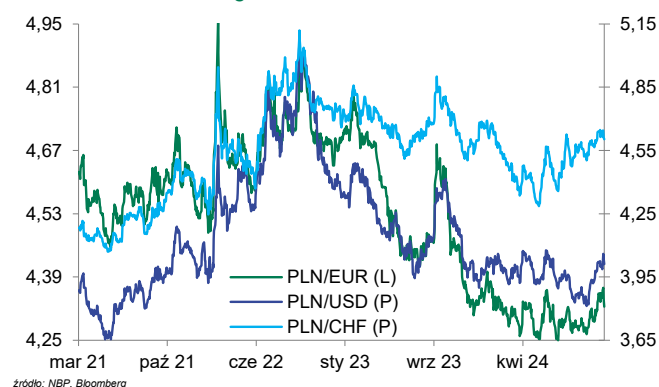
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



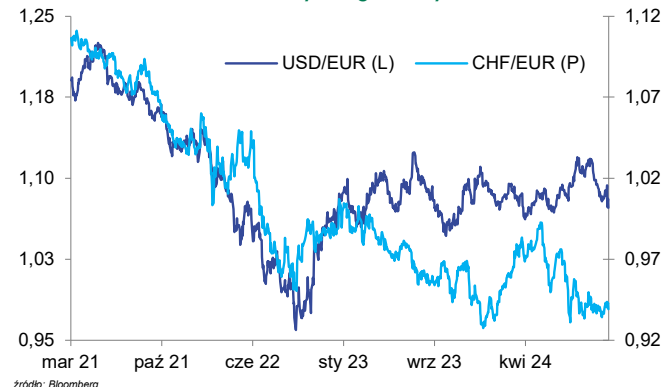
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



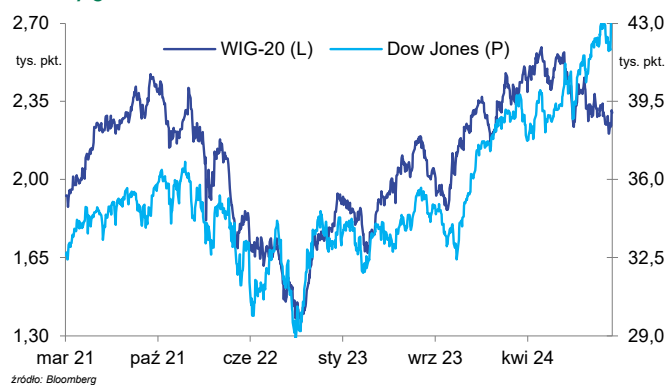
Notowania kursu złotego



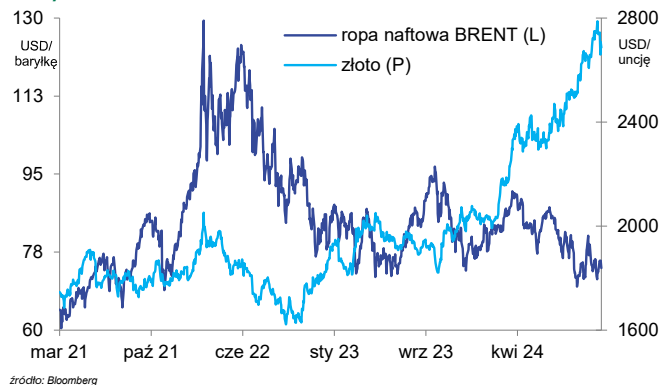
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

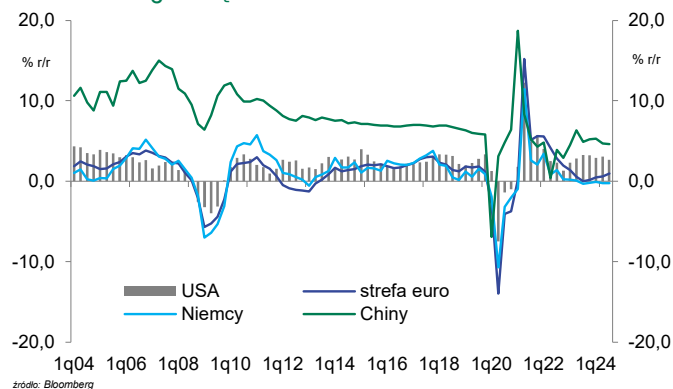


Ceny surowców

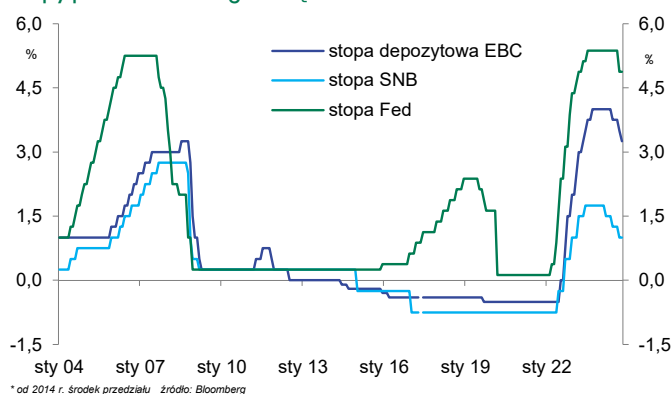


Sfera realna

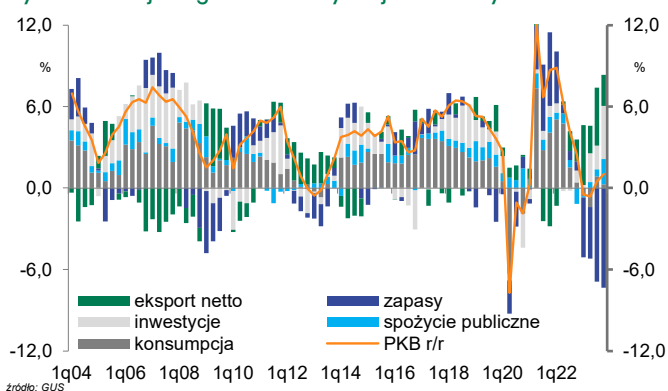
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



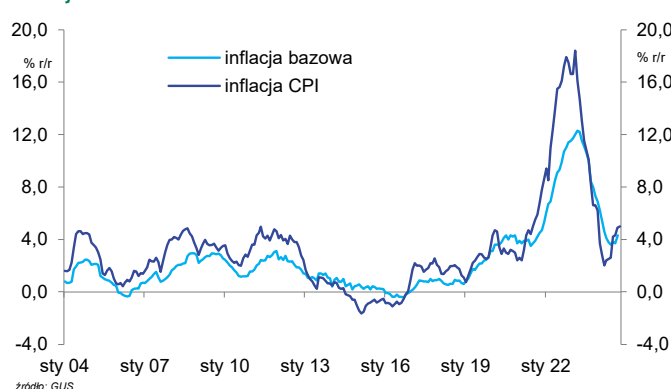
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



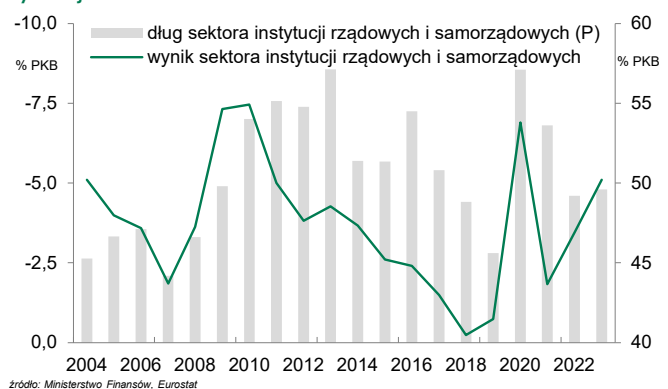
Rynek pracy



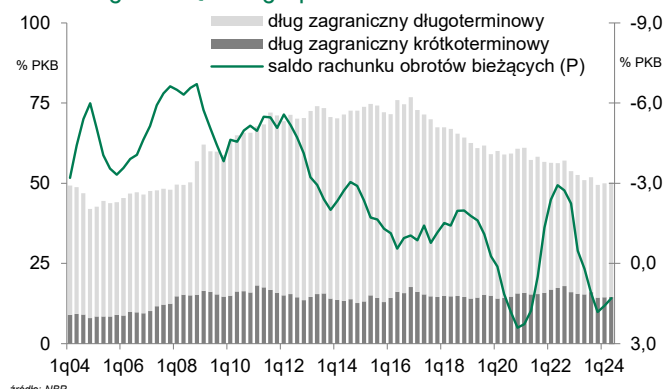
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2024	01.11.2024	08.11.2024	30.11.2024	31.12.2024	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	5,84	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,75	5,75	5,69	-	-	-
FRA 6x9	%	5,39	5,39	5,20	-	-	-
FRA 9x12	%	5,09	5,09	4,85	-	-	-
IRS 2L	%	5,29	5,28	5,08	-	-	-
IRS 5L	%	5,07	5,07	4,82	-	-	-
IRS 10L	%	5,24	5,24	5,01	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,02	5,02	4,88	4,95	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,56	5,30	5,30	5,20	4,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,93	5,93	5,65	5,70	5,60	5,30
PLN/EUR	PLN	4,35	4,35	4,32	4,35	4,35	4,38
PLN/USD	PLN	4,01	4,01	4,01	4,08	4,10	4,15
PLN/CHF	PLN	4,63	4,63	4,60	4,63	4,63	4,66
USD/EUR	USD	1,09	1,08	1,07	1,07	1,06	1,06
Stopa Fed	%	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	2,50
Stopa SNB	%	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,28	4,38	4,30	4,25	4,15	3,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,39	2,40	2,36	2,30	2,20	2,00

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.