

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 listopada 2024

Słabe dane ze strefy euro wzmacniają oczekiwania na obniżki stóp EBC.

- Wstępny szacunek listopadowych indeksów PMI wskazał na dalsze pogłębienie różnic koniunktury pomiędzy USA a strefą euro, co wzmocniło oczekiwania na obniżkę stóp EBC o 50 pkt. baz. w grudniu, przy przeważających oczekiwaniach na grudniową stabilizację stóp w USA.
- W listopadzie indeks *composite* PMI w strefie euro obniżył się aż o 1,9 pkt. do 48,1 pkt. tj. najniższego poziomu od lutego br. Ponownie obniżył się indeks koniunktury w przemyśle (do 45,2 pkt.), ale inaczej niż dotychczas, silniejsze spadki odnotowano w usługach, gdzie indeks obniżył się poniżej 50 pkt. W listopadzie wyraźnie obniżyły się subindeksy produkcji, nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych. Pozytywną informacją jest z kolei lekki wzrost subindeksu zatrudnienia, w dalszym ciągu utrzymuje się on jednak poniżej poziomu 50 pkt. Najbardziej spadły wskaźniki koniunktury we Francji (w sektorze usługowym następuje dalsze ustępowanie pozytywnego efektu igrzysk olimpijskich) oraz w Niemczech. Choć w przypadku niemieckiej gospodarki indeks PMI dla przemysłu minimalnie wzrósł, to poziom 43,2 pkt. wciąż świadczy o recesji w sektorze, a spadek indeksu dla usług (do 49,4 pkt.) dodatkowo osłabia perspektywy wzrostu konsumpcji prywatnej.
- Z kolei listopadowy wstępny wskaźnik PMI dla USA wzrósł o 1,2 pkt. do 55,3 pkt., przy solidnym, 2-punktowym wzroście w usługach. Nie można wykluczyć, że na dane dot. wskaźnika koniunktury wpłynęły także wyniki listopadowych wyników wyborów w USA, które zwiększają niepewność gospodarczą w Europie.
- W III kw. silniej wzrósł wskaźnik negocjowanych podwyżek płac (do 5,5% r/r) w strefie euro. Tym samym skokowy spadek wskaźnika w II kw. zgodnie z oczekiwaniami okazał się okresowy. Te dane nie zmieniają jednak prognoz spadku dynamiki płac w I. 2025 – 2026 (np. wcześniejsze informacje dot. wyniku negocjacji płacowych IG Metall w Niemczech). Tym samym w minionym tygodniu oczekiwania rynkowe wskazały na rosnące szanse na większą (tj. 50 pkt. baz.) obniżkę stóp EBC na posiedzeniu grudniowym, wobec dominujących obecnie oczekiwaniach na brak zmian stóp Fed w grudniu.
- Taka sytuacja sprzyjała dalszemu umocnieniu dolara (o 0,4% w relacji do koszyka walut) przy deprecjacji euro (o 0,9%) i spadku kursu euro wobec dolara do ok. 1,04 USD/EUR. Spore różnicowanie odnotowano także w przypadku cen akcji. Globalny indeks MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1,6%, przy wzroście w USA o 1,9%, a w strefie euro o 0,4% i spadku indeksu dla rynków wschodzących o 1,1%.
- Oczekiwanie na szybsze obniżki stóp sprzyjało obligacjom niemieckim, rentowności obniżyły się o ponad 10 pkt. baz. W przypadku papierów amerykańskich zmiany były mniejsze, lekko obniżyły się rentowności papierów o dłuższym terminie zapadalności i lekko wzrosły rentowności 2-latek.
- Krajowy rynek finansowy podążał w minionym tygodniu za aktywami europejskimi. Indeks WIG w skali tygodnia wzrósł jedynie minimalnie (0,2%). Kurs złotego osłabił się o 0,9% w relacji do koszyka walut, w relacji do euro wzrósł

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

do 4,34 PLN/EUR, a w relacji do dolara silniej do 4,15 PLN/USD. Rentowności krajowych papierów obniżyły się w zależności od tenoru od 12 do 18 pkt. baz., nieznacznie obniżyły się notowania FRA oraz 2-letnie IRS-y, silniej natomiast (o 14 pkt. baz.) spadły stawki 10-letnich IRS.

- Nieznaczne tylko zmiany krótkich stóp wynikały zapewne z utrzymania raczej ostrożnego przekazu członków RPP, którzy nie sugerowali pośpiechu w obniżaniu stóp. Oceniamy, że fakt utrzymania stabilnych cen energii elektrycznej w I poł. roku (projekt rządowy utrzymania zerowej stawki opłaty mocowej do końca czerwca oraz zamrożonych stawek cen za energię do końca września) nie przyspieszy cyklu obniżania stóp NBP. O ile bowiem już na początku 2025 r. URE nie określi stawek cen za energię od października, Rada będzie mogła utrzymać dotychczasową retorykę dot. niepewności co do inflacji w średnim okresie. Jeżeli zatem Rada utrzyma dotychczasowe konserwatywne nastawienie, niższy poziom inflacji CPI (lekko powyżej 5,0% r/r) w I poł. roku nie będzie argumentem za obniżką, jeżeli utrzyma się niepewność dot. skali spadku inflacji w II poł. roku.
- Opublikowane dotychczas dane z polskiej gospodarki za październik wskazały na stabilną sytuację na rynku pracy oraz utrzymującą się dekoniunkturę w budownictwie. Wyraźne *in plus* zaskoczyły natomiast dane z przemysłu, gdzie produkcja silnie wzrosła, notując sporo lepsze wyniki w większości działów przetwórstwa przemysłowego. Istotna jest jeszcze publikacja jutrzejszych danych dot. sprzedaży detalicznej i weryfikacja tezy co do tylko okresowego jej silnego spadku we wrześniu.
- Wydaje się, że ograniczony wpływ na sytuację rynkową miała w minionym tygodniu eskalacja konfliktu Ukraina – Rosja, tj. ukraińskie uderzenia na cele na terytorium Rosji, a z drugiej strony zatwierdzenie przez Rosję znowelizowanej doktryny nuklearnej, zgodnie z którą krytyczne zagrożenie suwerenności i integralności terytorialnej Białorusi i Rosji może stanowić podstawę do użycia broni jądrowej (wcześniej taką podstawą było zagrożenie istnienia państwa).
- Już ograniczony wpływ na sytuację rynkową mają także informacje polityczne, w tym kolejne nominacje na szefów departamentów w administracji D. Trumpa oraz póki co ogólne wypowiedzi nt. przyszłej polityki gospodarczej. Dopiero oficjalne objęcie urzędu na początku stycznia i ogłoszenie konkretniejszych projektów przez prezydenta da więcej informacji dot. skali planowanych w najbliższych miesiącach reform gospodarczych.
- W bieżącym tygodniu ważne dla sytuacji rynkowej będą zapewne październikowe dane dot. wydatków konsumentów i inflacji PCE w USA, które mogą wpływać na grudniową decyzję FOMC. W tej kwestii istotna może być także publikacja stenogramów z listopadowego posiedzenia komitetu. Listopadowe indeksy PMI dla gospodarki chińskiej będą weryfikacją notowanej na początku IV kw. poprawy koniunktury oraz wpływu wyników wyborów w USA na chińskich przedsiębiorców. Biorąc pod uwagę, że obecnie rada EBC koncentruje się na ryzykach dla sfery realnej, mniejsze znaczenie powinny mieć bieżące dane inflacyjne, w tym wstępny odczyt listopadowego wskaźnika HICP.
- W Polsce w bieżącym tygodniu opublikowany zostanie wstępny szacunek listopadowej inflacji. Oczekujemy okresowego spadku CPI do ok. 4,6-4,7% r/r w wyniku skokowego spadku dynamiki rocznej cen paliw w efekcie bardzo wysokiej bazy odniesienia sprzed roku.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- Wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI w listopadzie (29 listopada)

Wstępnie szacujemy, że wskaźnik CPI w listopadzie obniżył się do ok. 4,6–4,7% r/r, przede wszystkim w wyniku skokowego spadku dynamiki rocznej cen paliw w efekcie bardzo wysokiej bazy odniesienia sprzed roku (skokowy wzrost cen paliw po okresie wyborczym).

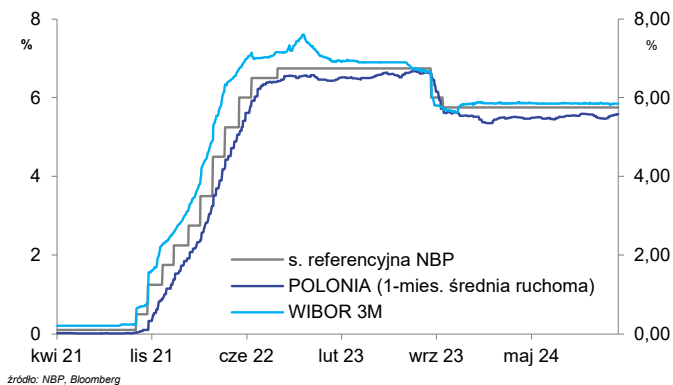
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 26 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	paź	-3,0% r/r	0,5% r/r	1,9% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	paź	6,5% r/r	7,0% r/r	7,1% r/r
środa 27 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	paź	5,0%	5,0%	5,0%
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	paź	0,3% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	paź	0,5% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	paź	2,1% r/r	2,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	paź	2,7% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (II szac.)	III kw.	2,8% kw/kw (wst.)	-	-
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z listopadowego posiedzenia FOMC	lis	-	-	-
czwartek 28 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	III kw.	2,7% r/r (wst.)	-	2,7% r/r
piątek 29 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (wst.)	lis	5,0% r/r	-	4,6-4,7% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lis	2,0% r/r	2,3% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lis	2,7% r/r	2,9% r/r	-
sobota 30 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lis	50,2 pkt.	50,2 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lis	50,1 pkt.	50,3 pkt.	-
poniedziałek 2 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lis	50,3 pkt.	49,7 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	lis	49,2 pkt.	-	48,5 pkt.
15:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	46,5 pkt.	47,6 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

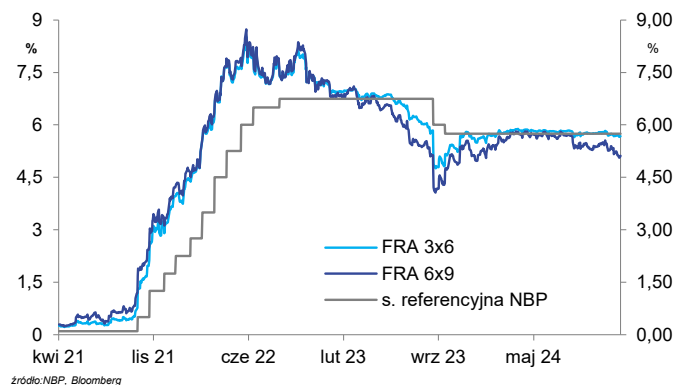
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



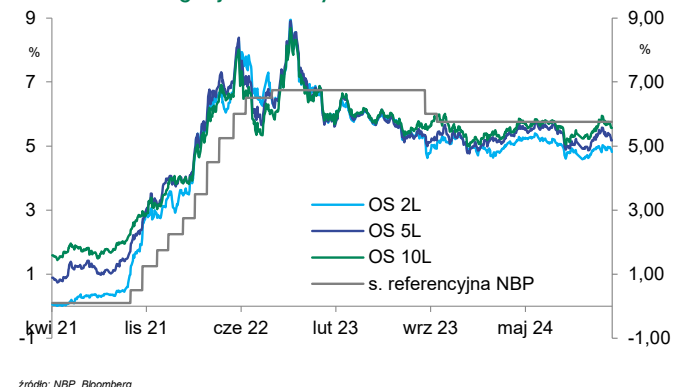
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



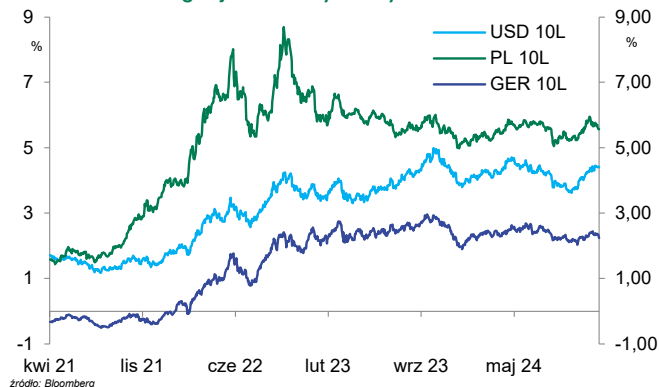
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



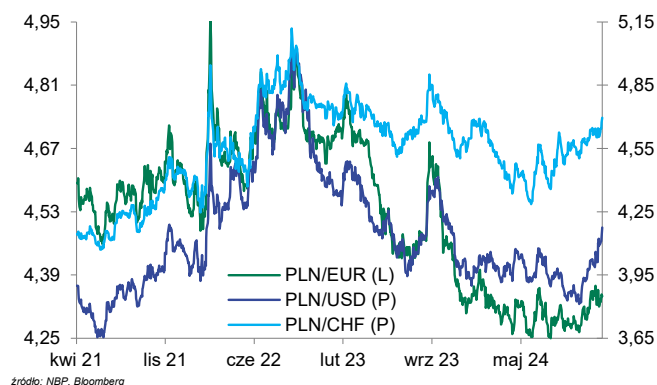
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



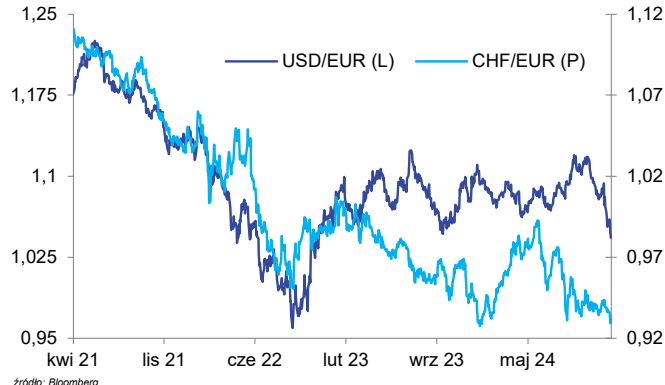
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



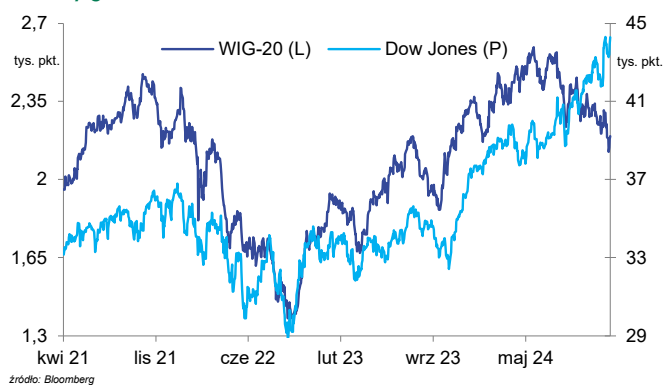
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



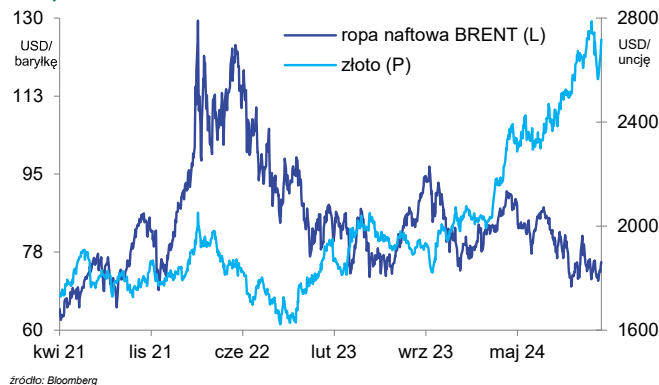
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



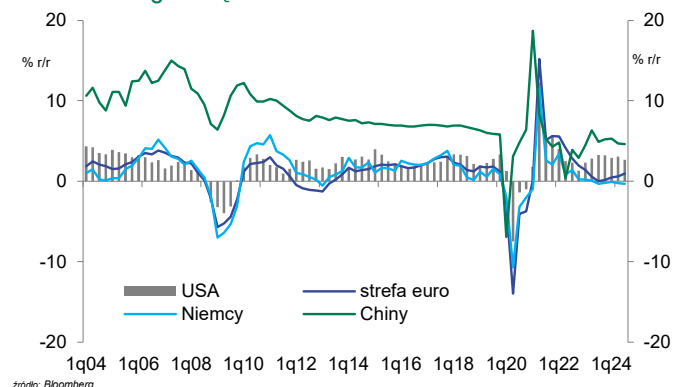
źródło: Bloomberg

2024-11-25

Klauzula poufności: BOŚ jawne

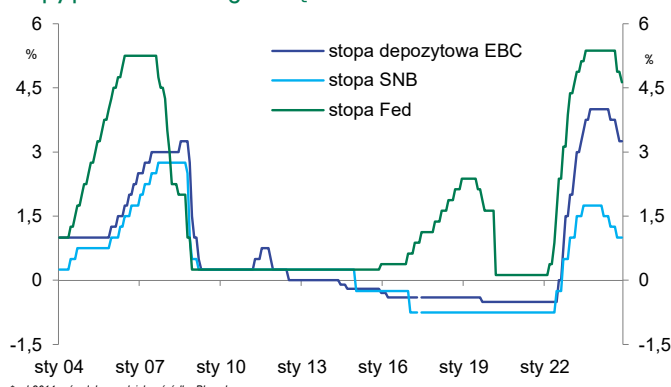
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



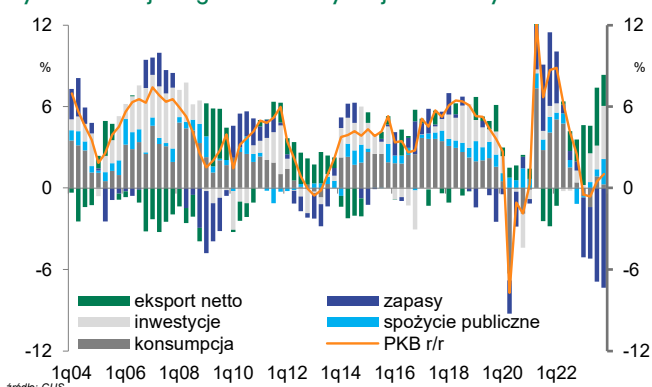
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



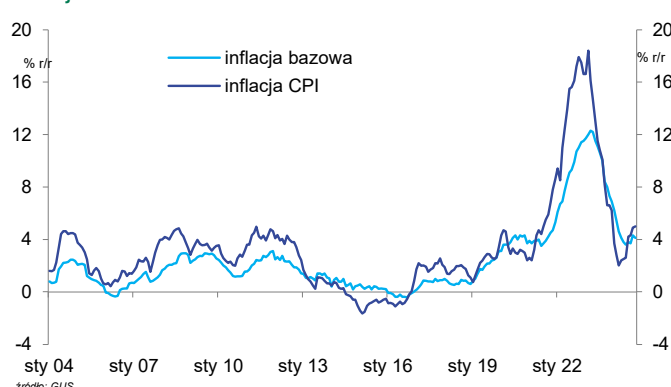
źródło: GUS

Rynek pracy



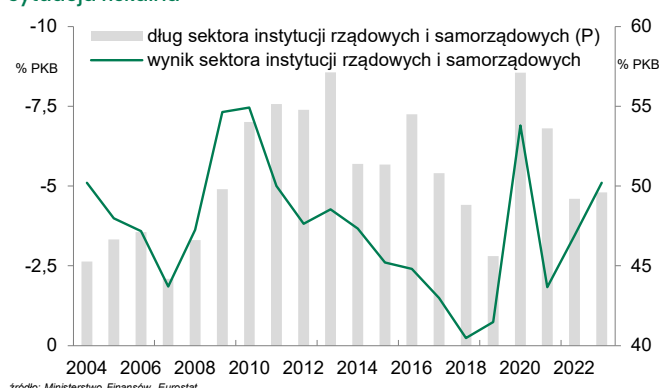
źródło: GUS

Inflacja



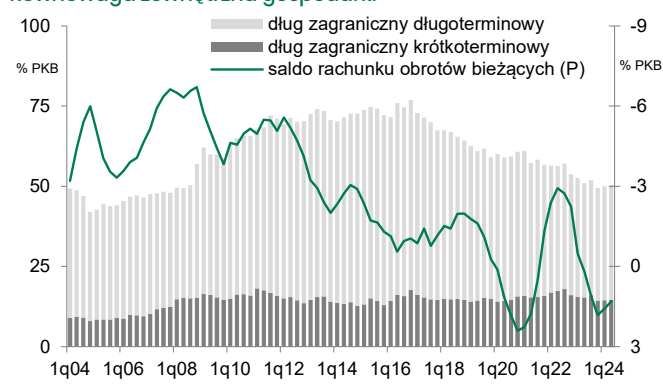
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2024	15.11.2024	22.11.2024	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	5,70	5,68	-	-	-
FRA 6x9	%	5,39	5,13	5,12	-	-	-
FRA 9x12	%	5,09	4,77	4,72	-	-	-
IRS 2L	%	5,29	4,99	4,92	-	-	-
IRS 5L	%	5,07	4,72	4,59	-	-	-
IRS 10L	%	5,24	4,90	4,77	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,02	4,96	4,82	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,36	5,18	5,20	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,93	5,68	5,56	5,60	5,50	5,30
PLN/EUR	PLN	4,35	4,32	4,34	4,36	4,37	4,38
PLN/USD	PLN	4,01	4,09	4,18	4,12	4,14	4,17
PLN/CHF	PLN	4,63	4,60	4,70	4,64	4,65	4,66
USD/EUR	USD	1,09	1,06	1,04	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	4,44	4,40	4,30	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,39	2,35	2,24	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.