



Bank Polski

Centrum
Analiz

Wzrost poniżej oczekiwań

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze dane o PKB w 3q24 w Polsce i strefie euro stanowiły wsparcie dla rynków akcji – na zielono świeciły się indeksy polskie i europejskie, zaś amerykańskie nieco straciły. Złoty umocnił się względem dolara i euro – USDPLN zakończył dzień poniżej 4,09, a EURPLN na poziomie 4,32. Rentowności amerykańskich *Treasuries* wzrosły na krótkim końcu krzywej, zaś rentowności krajowych papierów nie zmieniły się znacząco.
- Dziś wszystkie oczy w Polsce będą skupione na publikacji inflacji CPI, która zgodnie ze wstępnym odczytem w październiku wzrosła do 5,0% r/r z 4,9% r/r we wrześniu. Szczegółowe dane powinny potwierdzić, że wzrost inflacji w poprzednim miesiącu wynikał przede wszystkim z przyspieszenia wzrostu cen żywności.
- W USA opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej, której dynamika według prognoz utrzyma się na wysokim poziomie, potwierdzając dobrą sytuację gospodarstw domowych. Poza tym poznamy dane o produkcji przemysłowej, której miesięczny spadek w październiku może być mniejszy niż miesiąc wcześniej za sprawą stabilizacji wolumenu zamówień.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Wzrost PKB w 3q24 okazał się słabszy od oczekiwań i wyniósł 2,7% r/r (kons: 2,9% r/r, PKOe: 3,1% r/r) wobec 3,2% r/r w 2q24. Największym zaskoczeniem jest jednak spadek PKB w ujęciu q/q o 0,2% po solidnym wzroście o 1,5% q/q w 2q24. Trzeba przy tym pamiętać, że wyrównany sezonowo PKB bywa znacznie rewidowany ze względu na niedoskonałości metod odsezonowania, a od pandemii charakteryzuje się podwyższoną zmiennością. Szczegóły składowych PKB poznamy pod koniec listopada, ale już teraz dane miesięczne wskazują, że źródłem słabości może być konsumpcja. Dane, chociaż w ujęciu r/r całkiem niezłe na tle UE, przekreślają szanse, że w całym 2024 wzrost wyraźnie przekroczy 3%. Więcej w Makro Flashu: [PKB na przekór optymistom](#).
- EUR:** Wzrost PKB w strefie euro w 3q24 przyspieszył zgodnie z oczekiwaniami do 0,9% r/r (sa) wobec 0,6% r/r w 2q24. W ujęciu

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

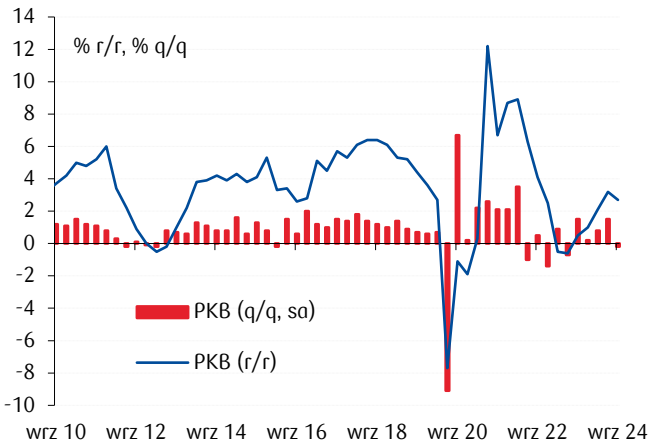
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

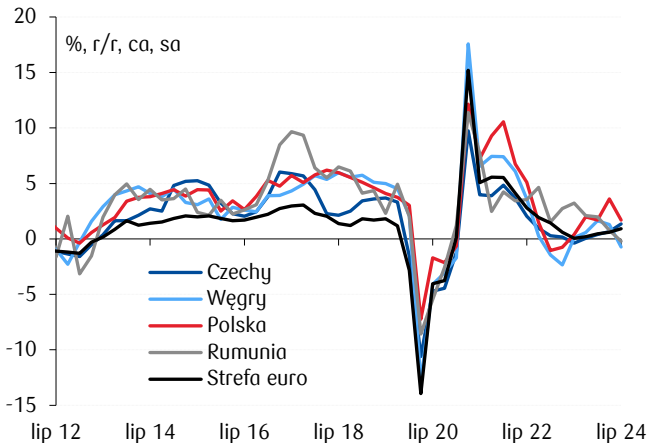
	Wartość 2024-11-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3235	-0,5
USDPLN	4,0881	-0,4
CHFPLN	4,6060	-0,8
GBPPLN	5,1995	-0,4
EURUSD	1,0576	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,00	-1
PL5Y	5,42	0
PL10Y	5,78	-1
DE10Y	2,34	-4
US10Y	4,44	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	80 999,1	0,8
DAX	19 263,7	1,4
S&P500	5 949,2	-0,6
Nikkei**	38 773,6	0,1
Shanghai		
Comp.**	3 378,3	-1,8
Surowce:		
Złoto	2571,72	-1,2
Ropa Brent	72,56	0,4

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wzrost PKB w Polsce



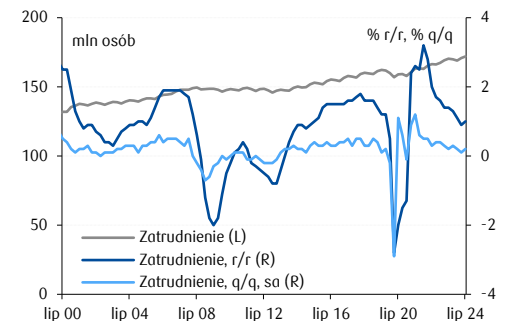
Wzrost PKB w strefie euro i regionie EŚW



kwartalnym wzrost wyniósł 0,4% (sa). W całej Unii Europejskiej wzrost był nieco silniejszy w ujęciu rocznym (1,0%) i nieco słabszy w ujęciu kwartalnym (0,3%). Najsilniejszy wzrost PKB (w ujęciu rocznym) odnotowały Cypr (3,8%), Hiszpania (3,4%), Litwa (2,3%) i Bułgaria (2,2%).

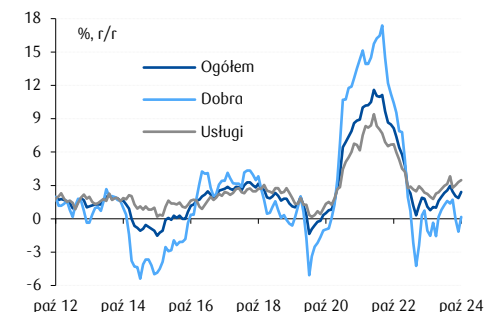
- **ROM:** Według wstępnych danych wzrost PKB w 3q24 przyspieszył do 1,1% r/r (nsa) z 0,9% r/r w 2q24, zauważalnie poniżej oczekiwań na przyspieszenie do 1,7% r/r. W ujęciu kwartalnym PKB nie zmienił się (0,0% q/q, sa).
- **EUR:** Zatrudnienie w strefie euro w 3q24 wzrosło o 1,0% r/r (nsa) i wyniosło 172 mln osób po wzroście o 0,9% r/r w 2q24. W ujęciu kwartalnym wzrost zatrudnienia wyniósł 0,2% (sa). W całej Unii Europejskiej zatrudnienie wzrosło o 0,8% r/r (nsa) i 0,1% q/q (sa).
- **EUR:** Produkcja przemysłowa w strefie euro we wrześniu obniżyła się o 2,8% r/r (ca) po spadku o 0,1% r/r w sierpniu. Dane były słabsze od oczekiwań - konsensus spodziewał się spadku o 1,8% r/r. W całej Unii Europejskiej dynamika produkcji przemysłowej wyniosła -2,4% r/r. W ujęciu miesięcznym, zarówno w strefie euro jak i UE, spadek wyniósł 2,0% (ca, sa).
- **USA:** Inflacja PPI w październiku wzrosła do 2,4% r/r z 1,9% r/r we wrześniu (dane zrewidowane), nieznacznie powyżej oczekiwań (kons.: 2,3% r/r).
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych obniżyła się do 217 tys. (wobec 221 tys. poprzednio) i zaskoczyła pozytywnie (kons.: 225 tys.). Jednocześnie liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku minimalnie spadła, do 1,873 mln (sa).
- **POL:** W.Janczyk (RPP) powiedział, że najnowsza, listopadowa projekcja, przenosi dyskusję o obniżce stóp procentowych do marca przyszłego roku, gdy kolejna projekcja prawdopodobnie wskaże na lokalny szczyt inflacji CPI w ujęciu rocznym na przełomie 1q/2q25. Wtedy też, przy stabilnych warunkach otoczenia gospodarczego, będzie można rozważyć decyzje o obniżkach stóp. Członek RPP dodał, że chciałby aby w 2025 możliwe było obniżenie stóp o łącznie 50-100pb, zaś skala obniżek w 2026 powinna być dyskutowana po czerwcu 2025. L.Kotecki (RPP) także ocenił, że marzec przyszłego roku będzie momentem, gdy można będzie podjąć poważną dyskusję o obniżkach stóp procentowych i stwierdził, że zbliżony pogląd podziela większość członków Rady. Dodał, że scenariusz tempa i skali zmian parametrów polityki pieniężnej powinien być ostrożny, a w 2025 obniżki nie powinny łącznie przekroczyć 100pb.
- **EUR:** L.de Guindos (wiceprezes EBC) powiedział, że spodziewa się spadku inflacji cen usług w najbliższych miesiącach. Dodał, że odbicie gospodarcze jest słabsze niż oczekiwał EBC, a wzrost dochodów gospodarstw domowych nie przełożył się na wzrost konsumpcji. Powiedział również, że kształtowanie polityki pieniężnej będzie zależne od inflacji. I.Schanbel (członkini zarządu EBC) powiedziała, że w okresie wzmożonej zmienności warunków ekonomicznych stopy procentowe i długoterminowe operacje refinansujące (LTRO) powinny mieć priorytet nad wielkoskalowymi programami skupu aktywów i *forward guidance*. Dodała, że luzowanie ilościowe (QE) powinno być w przyszłości ostrożniej wykorzystywane. W kontekście *forward guidance* (które niektórzy obwiniają za późne rozpoczęcie podnoszenia stóp procentowych w 2022) powiedziała, że bank centralny powinien pozostać elastyczny i zdolny do szybkiego dostosowania w razie zmiany okoliczności, nie powinien zaś związywać sobie rąk za sprawą jednoznacznego *forward guidance*.
- **USA:** J.Powell (Prezes Fed) powiedział, że gospodarka nie wysyła żadnych sygnałów, że Fed musi spieszyć się z obniżeniem stóp procentowych, a silna gospodarka daje bankowi centralnemu czas na decyzję, jak szybko i jak głęboko zejść z obniżkami. W szczególności powiedział, że kondycja rynku

Zatrudnienie w strefie euro



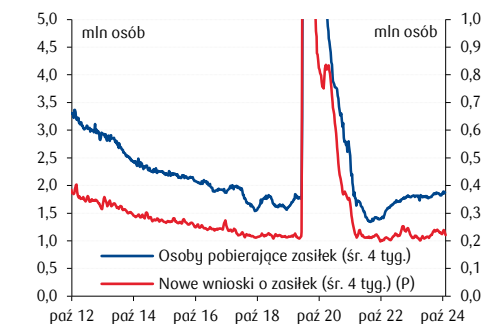
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

pracy jest dobra, mimo rozczarującego wzrostu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w październiku (+12 tys.), a stopa bezrobocia mimo wzrostu pozostaje na historycznie niskim poziomie. Dodał, że inflacja jest już blisko celu, ale wciąż nie w celu, jednak będzie do niego zmierzać, a Fed jest zdeterminowany by to osiągnąć. **A.Kugler (zarząd Fed) powiedziała, że trwająca, lecz spowalniająca dezinflacja w połączeniu ze schłodzeniem rynku pracy oznacza, że Fed powinien skupiać się na realizacji obu celów – inflacji i pełnego zatrudnienia.** Dodała, że jeśli wzrosną ryzyka związane z realizacją celu inflacyjnego wskazana będzie pauza w obniżkach stóp procentowych, natomiast nagłe spowolnienie na rynku pracy będzie przemawiało za kontynuacją stopniowych obniżek. **T.Barkin (Richmond Fed) powiedział, że Fed dokonał wielkiego postępu w zakresie dezinflacji, ale nie może jeszcze zadeklarować zwycięstwa.** Dodał również, że dopiero w kolejnych miesiącach okaże się czy trendy obecne na rynku pracy oznaczają normalizację czy osłabienie gospodarki.

- **POL/UE:** Komisja Europejska wezwała Polskę i 12 innych państw UE do pilnego dostarczenia swoich finalnych, zaktualizowanych Krajowych Planów na rzecz Energii i Klimatu (KPEiK). KE wysyłając wezwanie do usunięcia uchybienia podjęła decyzję o rozpoczęciu procedury naruszeniowej.
- **POL:** A.Soboń (zarząd NBP) zastąpił P.Szałamachę (zarząd NBP) w roli przedstawiciela Narodowego Banku Polskiego w Komisji Nadzoru Finansowego.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 8 listopada						
RO: Posiedzenie banku centralnego (lis.)	14:00	%	6,5	6,5	6,5	6,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.)	16:00	pkt.	70,5	71	--	73
Poniedziałek, 11 listopada						
ROM: Saldo handlowe (wrz.)	8:00	mld RON	-2,88	--	--	-2,57
CZE: Inflacja CPI (paź.)	9:00	% r/r	2,6	2,8	--	2,8
Wtorek, 12 listopada						
GER: Inflacja CPI (paź., rew.)	8:00	% r/r	1,6	2,0	--	2,0
GER: Inflacja HICP (paź., rew.)	8:00	% r/r	1,8	2,4	--	2,4
ROM: Inflacja CPI (paź.)	8:00	% r/r	4,6	4,6	--	4,7
ROM: Wynagrodzenie (wrz.)	8:00	% r/r	13,8	--	--	13,8
HUN: Inflacja CPI (paź.)	8:30	% r/r	3,0	3,6	--	3,2
GER: Indeks instytutu ZEW (lis.)	11:00	pkt.	13,1	13,2	--	7,4
Środa, 13 listopada						
ROM: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-1,9	-2,5	--	-3,6
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	10:00	mld CZK	18,54	10,94	--	-8,70
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	14:00	mln EUR	-2827	-1500	-1244	-1434
POL: Eksport (wrz.)	14:00	% r/r	-3,3	-1,5	-1,5	0,5
POL: Import (wrz.)	14:00	% r/r	4,9	6,0	5,4	5,1
USA: Inflacja CPI (paź.)	14:30	% r/r	2,4	2,6	2,5	2,6
USA: Inflacja bazowa (paź.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	3,3
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (wrz.)	--	mld EUR	-17,858	--	--	-19,777
Czwartek, 14 listopada						
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,9	1,7	--	1,1
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,2	2,9	3,1	2,7
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,6	0,9	--	0,9
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	0,8	--	--	1,0
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz.)	11:00	% r/r	0,1	-1,8	--	-2,8
USA: Inflacja PPI (paź.)	14:30	% r/r	1,9	2,3	--	2,4
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis.)	14:30	tys.	221	225	--	217
Piątek, 15 listopada						
POL: Inflacja CPI (paź, rew.)	10:00	% r/r	4,9	5,0	5,0	--
USA: Sprzedaż detaliczna (paź.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (paź.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (paź.)	15:15	% m/m	-0,3	-0,2	--	--

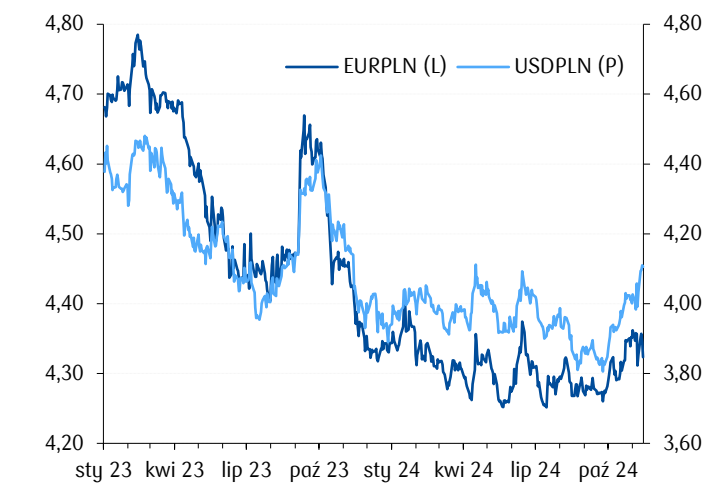
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

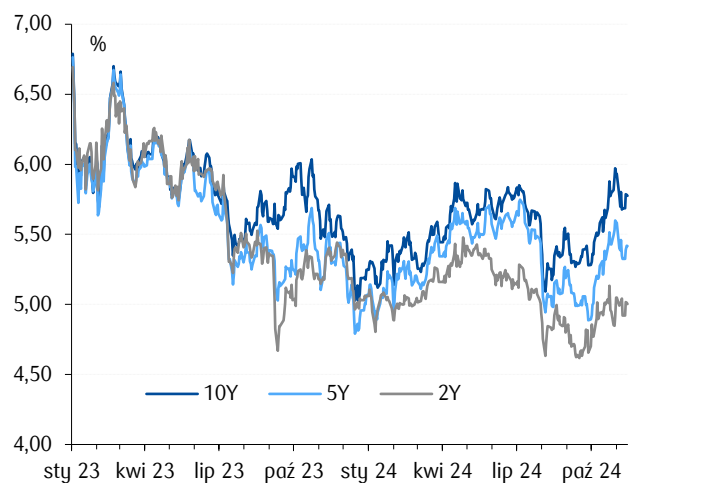
		Wartość 2024-11-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3235	-0,5	0,3	0,2	-1,1	-6,6
	USDPLN	4,0881	-0,4	2,5	2,5	1,7	1,3
	CHFPLN	4,6060	-0,8	0,7	0,0	1,7	5,1
	GBPPLN	5,1995	-0,4	0,3	0,5	4,0	-4,0
	EURUSD	1,0576	-0,1	-2,2	-2,3	-2,8	-7,8
	EURCHF	0,9387	0,3	-0,4	0,2	-2,8	-11,1
	GBPUSD	1,2709	-0,1	-2,2	-2,2	2,2	-5,1
	USDJPY	155,97	0,6	2,0	4,0	3,7	36,8
	EURCZK	25,29	0,0	0,2	0,2	3,4	0,3
	EURHUF	406,23	-0,6	0,5	1,4	7,9	11,4
Obligacje	PL2Y	5,00	-1	-4	-1	-31	204
	PL5Y	5,42	0	7	4	13	244
	PL10Y	5,78	-1	10	10	27	286
	DE2Y	2,10	-5	-11	-4	-85	280
	DE5Y	2,16	-5	-10	11	-36	267
	DE10Y	2,34	-4	-10	14	-25	257
	US2Y	4,35	8	15	37	-50	385
	US5Y	4,32	3	15	42	-11	311
	US10Y	4,44	0	11	35	-1	288
Akcje	WIG	80 999,1	0,8	-1,8	-1,1	9,8	11,3
	WIG20	2 247,9	0,7	-2,7	-1,6	1,4	-5,0
	S&P500	5 949,2	-0,6	-0,4	1,8	32,0	28,0
	NASDAQ100	20 896,7	-0,7	-1,0	3,5	32,0	30,3
	Shanghai Composite**	3 374,5	-1,9	-2,8	6,5	10,6	-4,5
	Nikkei**	38 776,9	0,1	-1,5	-0,3	16,0	32,4
	DAX	19 263,7	1,4	-0,5	-1,6	22,0	19,8
	VIX	15,44	-0,1	-2,5	-17,7	1,9	-25,7
Surowce	Ropa Brent	72,6	0,4	-4,1	-2,5	-6,3	-12,4
	Ropa WTI	69,0	0,3	-5,1	-3,2	-6,1	-15,4
	Złoto	2571,7	-1,2	-4,6	-4,5	29,7	38,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

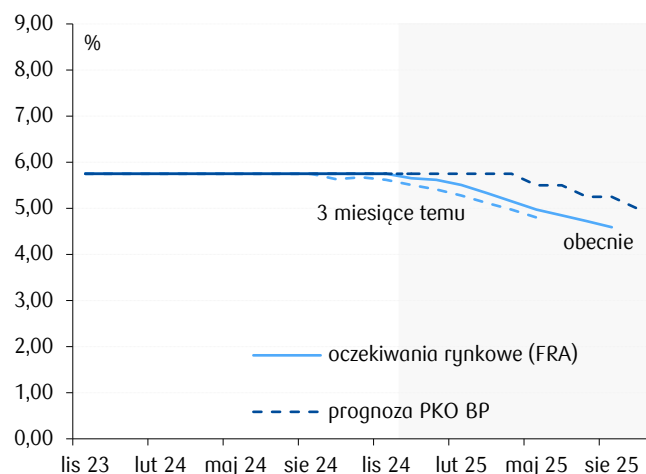
Notowania złotego wobec głównych walut



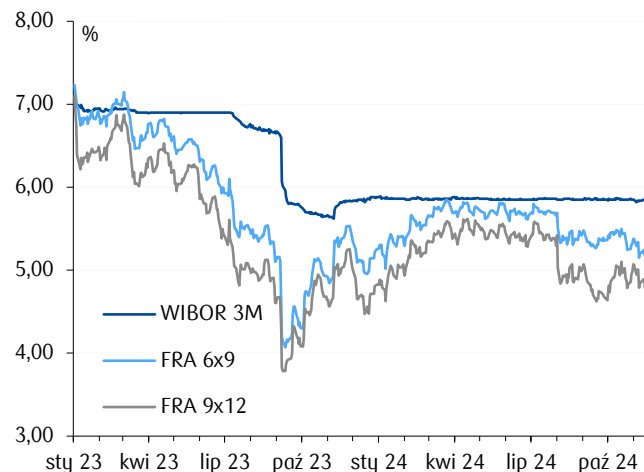
Rentowności polskich obligacji skarbowych



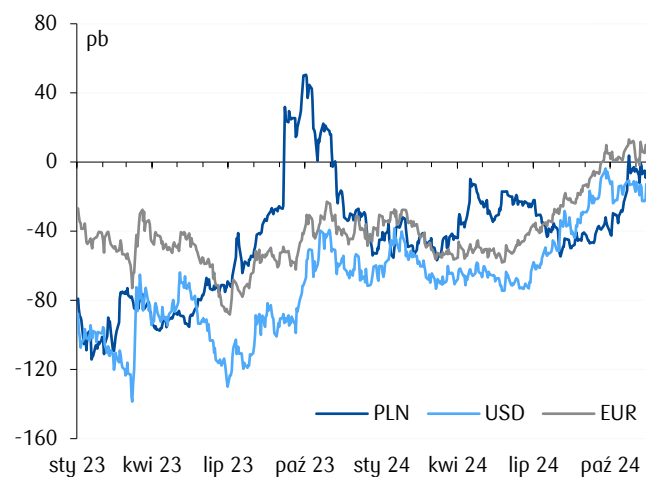
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



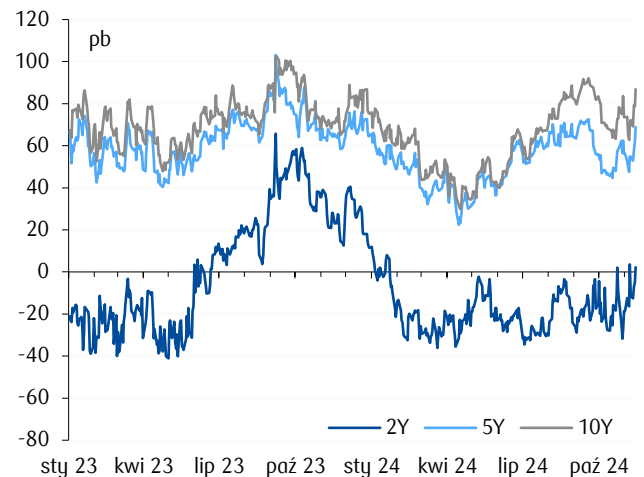
Krótkoterminowe stopy procentowe



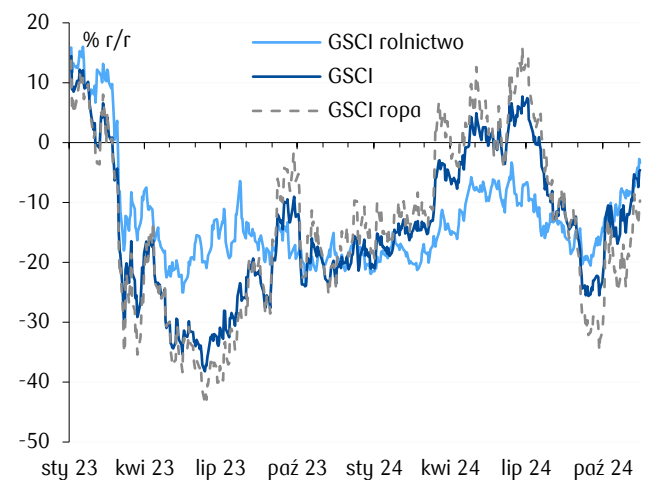
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



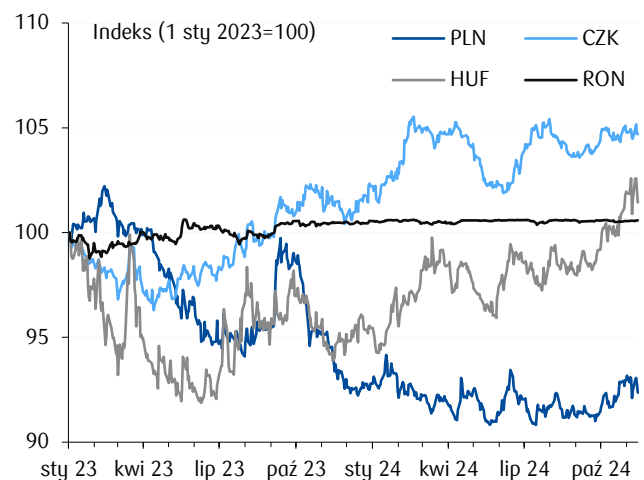
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.