

Coraz trudniej o pozytywne nastroje

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Notowania amerykańskich akcji oscylowały między niewielkimi stratami a zyskami. W centrum zainteresowania znalazła się Nvidia, która w 3q24 fiskalnym (zakończonym 27.10) odnotowała imponujący wzrost przychodów o 94%, napędzany silnym popytem na chipy AI. Mimo spektakularnych wyników, tempo wzrostu nieco zwolniło w porównaniu z poprzednim kwartałem. Bitcoin po raz pierwszy w historii przekroczył poziom 98 tys. USD, co odzwierciedla znaczny wzrost od wyborów prezydenckich w USA. Ceny ropy pozostały w trendzie wzrostowym. Na rynku obligacji rentowności dziesięcioletnich Treasuries nieznacznie wzrosły. Na krajowym rynku osłabienie złotego było widoczne zarówno wobec EUR, do poziomu 4,34, jak i USD, do 4,13, co nastąpiło w reakcji na słabsze krajowe dane. Rentowności polskich obligacji spadły na całej długości krzywej.
- Dziś uwaga rynków skupi się na wstępnych danych dotyczących koniunktury w przetwórstwie i usługach w kluczowych gospodarkach świata. Poznamy odpowiedź na pytanie, czy w listopadzie światowy przemysł wreszcie widział sygnały ożywienia. Na pierwszy plan wysuwają się Niemcy, gdzie nie oczekuje się istotnych zmian. Sektor przemysłowy ma nadal pozostawać w obszarze recesyjnym, a doniesienia o planach dalszego zamykania fabryk w branży motoryzacyjnej nie napawają optymizmem nawet w średnim okresie. W lepszej kondycji pozostaje się sektor usług, który stopniowo odradza się po pandemii. Podobne tendencje widoczne są w pozostałych państwach strefy euro, gdzie przemysł również znajduje się w recesji, choć nie tak głębokiej jak w Niemczech.
- W Stanach Zjednoczonych sytuacja przemysłu także nie jest najlepsza i nie przewiduje się jej szybkiej poprawy. Wśród wyzwań są m.in. strajki pracowników (np. w fabrykach Boeinga), skutki klęsk żywiołowych (huragany Milton i Helene), napięcia handlowe oraz nadal restrykcyjny poziom stóp procentowych. W takim otoczeniu zarówno bieżące dane, jak i perspektywy na przyszłość, pozostają pesymistyczne. O poprawie nastrojów wśród amerykańskich konsumentów więcej dowiemy się z raportu Uniwersytetu Michigan. Wstępny odczyt na listopad wskazuje na istotną poprawę w tym obszarze.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-11-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3420	0,1
USDPLN	4,1309	0,2
CHFPLN	4,6680	0,3
GBPPLN	5,2205	0,3
EURUSD	1,0511	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,93	0
PL5Y	5,20	-5
PL10Y	5,58	-5
DE10Y	2,31	-3
US10Y	4,42	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	79 017,9	1,4
DAX	19 146,2	0,7
S&P500	5 948,7	0,5
Nikkei**	38 364,0	0,9
Shanghai Comp.**	3 318,4	-1,5
Surowce:		
Złoto	2668,76	0,8
Ropa Brent	74,23	2,0

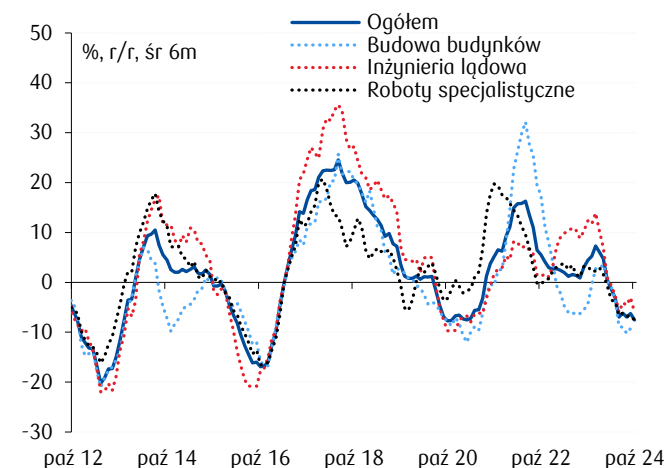
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wskaźnik ufność konsumenckiej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika krajowej produkcji budowlano-montażowej



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Bieżący wskaźnik koniunktury konsumenckiej w listopadzie spadł do -17,1 pkt. z -15,8 pkt. w październiku. Korekta wynika głównie z pogorszenia ocen sytuacji ekonomicznej kraju, potencjalnie m.in. na skutek niedawnej powodzi, napiętej sytuacji fiskalnej czy ponownie rosnącej niepewności geopolitycznej. Oceny konsumentów dotyczące bieżących możliwości dokonywania większych zakupów również się pogorszyły. **Jednocześnie jednak ich przewidywania na kolejne 12m stały się nieco bardziej optymistyczne.** Wyraźnie spadł odsetek osób deklarujących znaczne ograniczenie wydatków w ciągu roku, osiągając najniższy poziom od początku pandemii. Równocześnie wzrósł udział osób planujących zwiększyć swoje wydatki. Struktura oczekiwań inflacyjnych pogarsza się od jesieni, co jest bezpośrednim skutkiem wysokiej bieżącej inflacji w Polsce. Mimo to konsumenci lepiej oceniają swoje możliwości oszczędzania pieniędzy. Skądinąd nasiliły się obawy o wzrost bezrobocia. Choć sytuacja finansowa gospodarstw domowych – wspierana m.in. przez realny wzrost płac – pozostaje stosunkowo dobra, to obawy o spowolnienie gospodarcze i ryzyko utraty pracy mają negatywny wpływ na nastroje konsumentów.
- POL:** Produkcja budowlano-montażowa w październiku spadła o 9,6% r/r, a dane były gorsze od prognoz (konsensus i PKOe: -6,8% r/r). Spadek pogłębił się względem września (-9,0% r/r) pomimo sprzyjającego układu kalendarza, a odsezonowana produkcja obniżyła się o 2,7% m/m. Wcześniej dane o koniunkturze pokazały, że małe i średnie przedsiębiorstwa budowlane w październiku odnotowały spadek portfela zamówień. W nieco lepszej sytuacji znalazły się największe firmy z branży. **Oczekujemy, że wyniki budownictwa w przyszłym roku wyraźnie się poprawią, wraz z przyspieszeniem inwestycji współfinansowanych z nowej perspektywy środków unijnych oraz KPO.** Wsparciem może być ożywienie w sektorze budownictwa mieszkaniowego, sygnalizowane przez dane dotyczące rozpoczętych inwestycji oraz wydanych pozwoleń na budowę. Więcej w Makro Flash: [Budownictwo jeszcze na minusie](#).
- TUR:** Bank centralny utrzymał główną stopę procentową na poziomie 50%, zgodnie z prognozami. Władze monetarne podkreśliły, że pozostają bardzo uważne na ryzyka inflacyjne, oczekując na rozpoczęcie cyklu luzowania polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach. W 2h24 obserwujemy spadek trendu inflacyjnego – z 75,4% r/r w maju do 48,6% r/r w październiku. Oczekiwania inflacyjne i zachowania cenowe normalizują się, choć nadal widać zagrożenia dla procesu dezinflacji. Widoczne w ostatnich danych spowolnienie popytu krajowego także sprzyja spadkowi inflacji, co w **średniookresowej perspektywie tworzy przestrzeń do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych.**
- USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 213 tys. wobec 219 tys. tydzień wcześniej i nie odbiegała od oczekiwań. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku wyniosła 1,908 mln wobec 1,872 mln w poprzednim okresie i była wyraźnie wyższa od prognoz. Na amerykańskim rynku pracy nie obserwuje się obecnie problemów ze zwolnieniami, a wzrost liczby osób pobierających zasiłek może wskazywać na chwilowe trudności ze znalezieniem nowego zatrudnienia, w tym zwłaszcza zatrudnienia odpowiadającego oczekiwaniom.
- USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w październiku wzrosła do 3,96 mln względem 3,84 mln we wrześniu oraz powyżej oczekiwanego poziomu 3,88 mln. W ujęciu r/r wzrost wyniósł 2,9%, co jest pierwszym takim wynikiem od lipca 2021. Zwiększona podaż mieszkań (+0,7% m/m, +19,1% r/r) przyczyniła się do większej liczby transakcji, choć mediana cen wzrosła o 4% r/r. Pozytywne zaskoczenie można odbierać jako początek korzystnego oddziaływania obniżek stóp procentowych przez Fed, na rynek nieruchomości, głównie poprzez wzrost oczekiwań na istotnie niższe koszty kredytów.

Dokonywanie ważnych zakupów



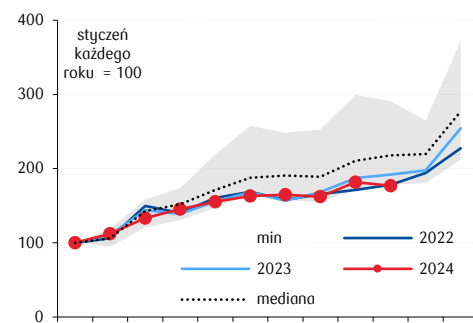
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura oczekiwań inflacyjnych konsumentów na najbliższe 12 miesięcy



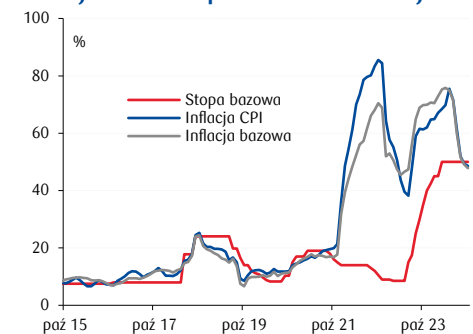
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zmiana wartości produkcji budowlano-montażowej od początku roku w latach 2010-2024



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI i stopa bazowa w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **EUR:** Koniunktura konsumencka w listopadzie spadła silniej od oczekiwań, do -13,7pkt. z -12,5pkt., przy oczekiwaniach na lekką poprawę. Powodów spadku nastrojów wśród konsumentów można dopatrywać się we wciąż restrykcyjnej polityce monetarnej EBC, słabych danych i perspektywach gospodarczych oraz w pogłębiających się napięciach geopolitycznych i rosnącej na ich skutek niepewności.
- **POL:** I. Dąbrowski (RPP) ocenił na serwisie X, że jeżeli wg analiz NBP, polityka pieniężna oddziałuje na inflację po 6-8 kwartałach, a RPP chce oddziaływać na 4q26 (kiedy to wg projekcji NBP inflacja CPI osiąga cel), to **cykl obniżek powinien rozpocząć się na początku 3q25, a docelowa stopa w marcu 2026 to 3,5%** (225 poniżej obecnego poziomu). Natomiast jeżeli inflacja realizowałaby się poniżej scenariusza bazowego NBP, początek cyklu obniżek stóp mógłby rozpocząć się w marcu lub kwietniu 2025. Dzień wcześniej, również na X, I. Dąbrowski napisał, że przesłanki do rozpoczęcia cyklu obniżek pojawiają się między marcem a lipcem 2025.
- **USA:** T. Barkin (Fed w Richmond z prawem głosu w FOMC) podkreślił, że obecnie gospodarka USA jest „dość prosperująca”, ale **utrzymująca się inflacja powyżej celu wymaga ostrożności w obniżaniu stóp**. Z kolei przyspieszający wzrost bezrobocia mógłby skłonić Fed do bardziej agresywnych działań. Bankier opisał ostatnie ruchy Fed jako „rekalibrację” i zaznaczył, że dyskusje o tempie obniżek stóp będą bardziej istotne, gdy osiągną one neutralny poziom. Jednocześnie ostrzegł, że USA są obecnie bardziej podatne na szoki inflacyjne niż w przeszłości. Chociaż inflacja wciąż spada, firmy szybciej przenoszą rosnące koszty na konsumentów. Wskazał, że większa wrażliwość na szoki kosztowe, takie jak wzrost wynagrodzeń, wymaga szczególnej uwagi w prowadzeniu polityki monetarnej.
- **EUR:** R. Holzmann (EBC i bank centralny Austrii) **podkreślił konieczność utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej** wobec ryzyk inflacyjnych. Mimo że obniżka stóp w grudniu wydaje się możliwa, decyzja nie jest przesądzona. Wskazał na silną presję cenową w usługach, nadmierny wzrost płac i ryzyka geopolityczne jako zagrożenia dla osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2%. Ostrzegł przed przedwczesnym luzowaniem polityki, wbrew głosom postulującym wsparcie gospodarki. R. Holzmann jest jednym z najbardziej jastrzębich bankierów w EBC. Y. Stournaras (EBC, Bank Grecji) stwierdził, że EBC powinien obniżać stopy na każdym posiedzeniu, dopóki nie spadną one do neutralnego poziomu. W jego ocenie obniżka o 25pb w grudniu byłaby właściwa, a ruch o 50pb nie wydaje się być zupełnie wykluczony.
- **EUR:** Polska, Litwa, Łotwa i Estonia przekazały KE wspólne pismo w sprawie wprowadzenia ceł na nawozy z Rosji i Białorusi. Inicjatywa, wspierana także przez inne państwa w dialogu, ma na celu przeciwdziałanie finansowaniu rosyjskiej agresji na Ukrainę. Działanie jest też częścią szerszego apelu zainicjowanego przez Szwecję, wzywającego do podwyższenia ceł na towary z tych krajów.
- **POL:** Sejmowa Komisja Finansów Publicznych przyjęła sprawozdanie dot. projektu ustawy budżetowej na 2025, odrzucając większość poprawek złożonych do projektu budżetu.
- **POL:** Sejm uchwalił ustawę o Radzie Fiskalnej, której zadaniem będzie m.in. ocenianie prognoz makroekonomicznych oraz zgodności ustawy budżetowej z krajowymi i unijnymi regułami fiskalnymi. W skład Rady Fiskalnej będzie wchodzić 7 osób – po jednym członku będzie wybierać Prezydent RP, kolegium NIK, sejmowa komisja właściwa do spraw budżetu, Minister Finansów, przedstawiciele organizacji związkowych, przedstawiciele organizacji pracodawców oraz przedstawiciele organizacji jednostek samorządu terytorialnego.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 listopada						
POL: Inflacja CPI (paż, rew.)	10:00	% r/r	4,9	5,0	5,0	5,0
USA: Sprzedaż detaliczna (paż.)	14:30	% m/m	0,8	0,3	--	0,4
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (paż.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	0,1
USA: Produkcja przemysłowa (paż.)	15:15	% m/m	-0,5	-0,2	--	-0,3
Poniedziałek, 18 listopada						
EUR: Bilans handlowy (wrz.)	11:00	mld	4,1	7,7	--	12,5
POL: Inflacja bazowa (paż.)	14:00	% r/r	4,3	4,2	4,1-4,2	4,1
Wtorek, 19 listopada						
EUR: Inflacja HICP (paż., rew.)	11:00	r/r	1,7	2,0	--	2,0
EUR: Inflacja bazowa (paż., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,7	--	2,7
HUN: Posiedzenie MNB (lis.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Rozpoczęte budowy domów (paż.)	14:30	mln	1,353	1,34	--	1,311
USA: Pozwolenia na budowę (paż.)	14:30	mln	1,425	1,44	--	1,416
Środa, 20 listopada						
GER: Inflacja PPI (paż.)	8:00	% r/r	-1,4	-1,0	--	-1,1
Czwartek, 21 listopada						
POL: Koniunktura konsumencka (lis.)	10:00	pkt.	-15,8	-15,4	-15,6	-17,8
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paż.)	10:00	% r/r	-9,0	-6,8	-6,8	-9,6
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis.)	14:30	tys.	219	220	--	213
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., wst.)	16:00	pkt.	-12,5	-12,4	--	-13,7
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paż.)	16:00	mln	3,84	3,88	--	3,96
Piątek, 22 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q, rew.)	8:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	9:30	pkt.	43,0	43,0	--	--
GER: PMI w usługach (lis., wst.)	9:30	pkt.	51,6	51,8	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt.	46,0	46,0	--	--
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt.	48,5	48,8	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt.	70,5	73,5	--	--

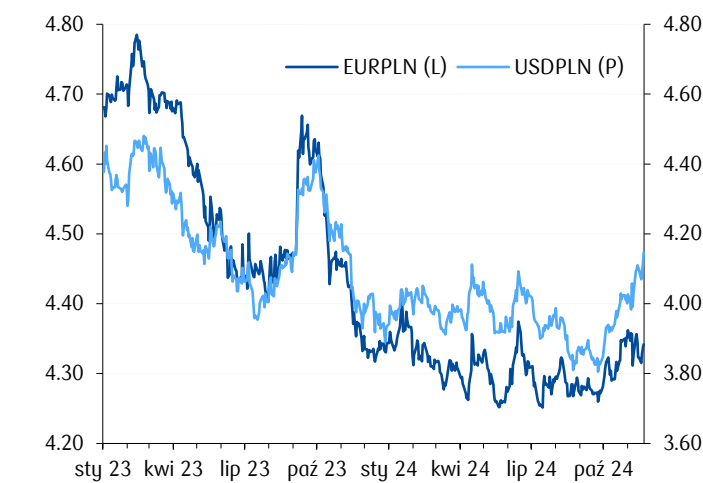
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

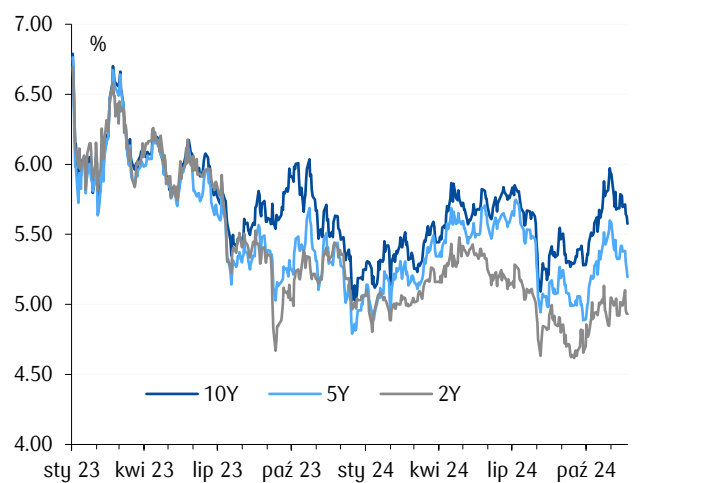
		Wartość 2024-11-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3420	0,1	0,4	-0,1	-0,7	-7,0
	USDPLN	4,1309	0,2	1,0	2,6	3,1	0,4
	CHFPLN	4,6680	0,3	1,3	0,5	2,9	5,1
	GBPPLN	5,2205	0,3	0,4	0,2	4,0	-5,8
	EURUSD	1,0511	-0,1	-0,6	-2,7	-3,7	-7,4
	EURCHF	0,9302	-0,1	-0,9	-0,6	-3,5	-11,5
	GBPUSD	1,2619	-0,3	-0,7	-2,6	0,6	-6,4
	USDJPY	154,33	-0,8	-1,1	1,6	3,2	35,0
	EURCZK	25,36	0,3	0,3	0,7	3,9	0,4
Obligacje	EURHUF	410,48	0,2	1,0	1,9	8,1	12,7
	PL2Y	4,93	0	-7	-3	-51	194
	PL5Y	5,20	-5	-22	-23	-22	188
	PL10Y	5,58	-5	-20	-20	-4	223
	DE2Y	2,10	-2	0	1	-95	286
	DE5Y	2,14	-3	-2	7	-46	273
	DE10Y	2,31	-3	-3	6	-31	259
	US2Y	4,35	3	0	29	-55	385
	US5Y	4,30	2	-2	28	-13	308
Akcje	US10Y	4,42	1	-2	22	1	284
	WIG	79 017,9	1,4	-2,4	-2,3	6,1	12,6
	WIG20	2 178,0	1,6	-3,1	-3,0	-2,1	-4,1
	S&P500	5 948,7	0,5	0,0	2,4	30,6	26,4
	NASDAQ100	20 740,8	0,4	-0,7	2,5	29,6	25,8
	Shanghai Composite**	3 320,0	-1,5	-1,8	1,2	8,4	-5,7
	Nikkei**	38 367,2	0,9	-0,4	0,6	14,7	29,6
	DAX	19 146,2	0,7	-0,6	-1,5	19,7	18,0
	VIX	16,77	-1,1	8,6	-11,3	15,2	-18,2
Surowce	Ropa Brent	74,2	2,0	2,3	-0,2	-8,8	-8,6
	Ropa WTI	70,4	1,6	2,0	-0,3	-8,3	-10,9
	Złoto	2668,8	0,8	3,8	-2,4	34,1	43,4

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

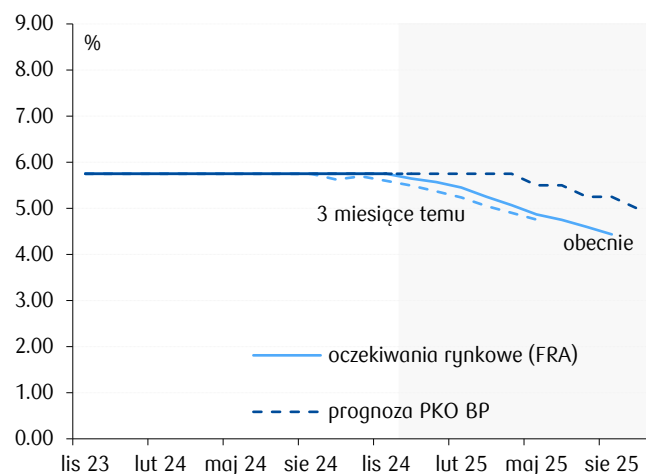
Notowania złotego wobec głównych walut



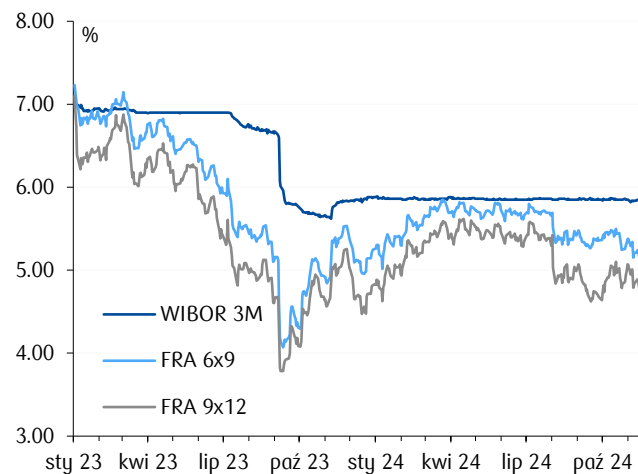
Rentowności polskich obligacji skarbowych



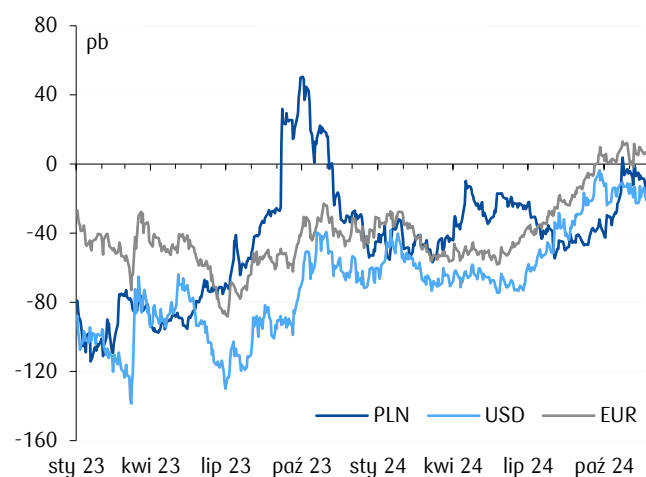
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



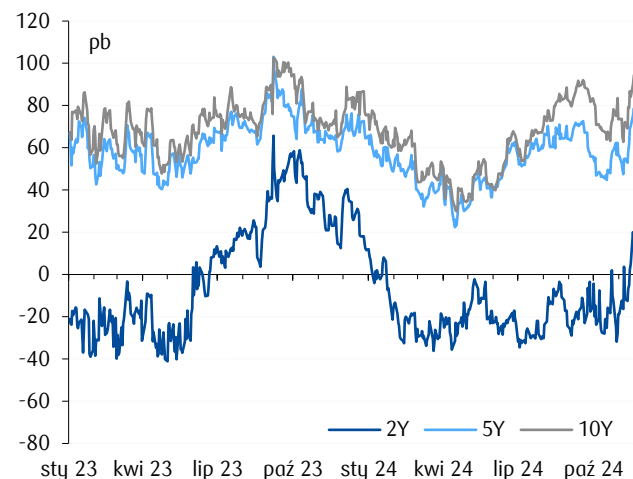
Krótkoterminowe stopy procentowe



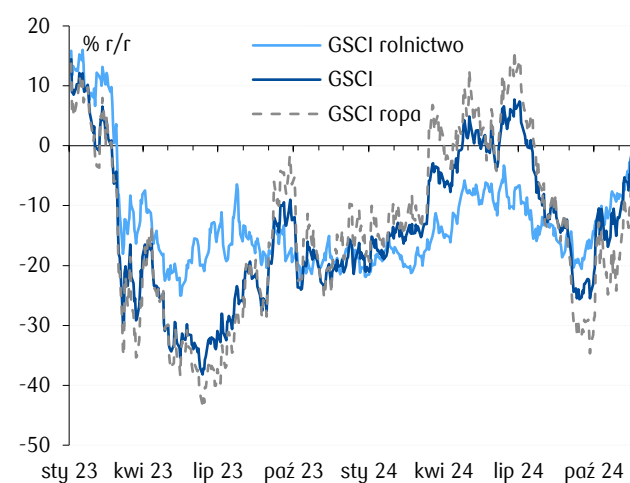
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



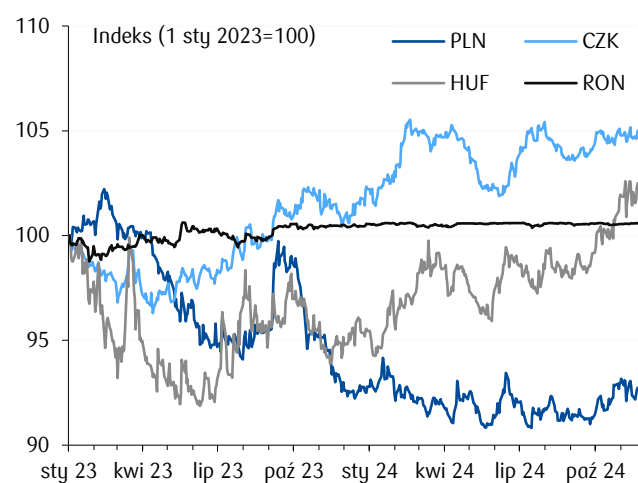
Spread asset swap dla PLN



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, usługi 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.