

Gromadzimy zapasy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Europejskie giełdy zakończyły dwudniową serię spadków, a notowania spółek technologicznych rosły wczoraj, dzięki nadziejom na łagodniejsze ograniczenia USA w sprzedaży półprzewodników do Chin. Polityczne napięcia we Francji negatywnie wpłynęły na tamtejszy rynek finansowy - rentowności francuskich obligacji osiągnęły poziom 3%, porównywalny z Grecją, co jest zjawiskiem bez precedensu. Na krajowym rynku walutowym złoty, po początkowych wahaniami zakończył dzień na poziomie zbliżonym do kursu otwarcia. Rentowności polskich obligacji spadły wzdłuż całej krzywej.
- Pod koniec tygodnia nasza uwaga skupi się na publikacjach listopadowej inflacji – zarówno w kraju, jak i w strefie euro. W przypadku krajowego wskaźnika CPI prognozujemy spadek do 4,6% r/r (kons.: 4,7% r/r) z poziomu 5,0% r/r odnotowanego w październiku. Taki wynik będzie przede wszystkim efektem silnego wzrostu cen paliw w listopadzie ubiegłego roku. Spadek inflacji może okazać się jedynie przejściowy, a rok najprawdopodobniej zakończy się powrotem inflacji w okolice 5%. Dla strefy euro odczyt inflacji HICP będzie szczególnie istotny w kontekście trwających wśród członków EBC dyskusji na temat ryzyka powrotu podwyższonej inflacji. Konsensus zakłada wzrost inflacji HICP do 2,3% r/r z 2,0% w październiku, a inflacji bazowej do 2,8% r/r z 2,7% r/r. Choć wzrost może budzić pewne obawy, to w rzeczywistości wynika głównie z efektów statystycznych, i w naszej ocenie nie sygnalizuje powrotu trwałych zagrożeń związanych z wysoką inflacją. Wczorajsze dane z Niemiec i Hiszpanii nie odbiegały od prognoz rynkowych.
- Dziś poznamy również dane dotyczące stopy bezrobocia w Niemczech. W ostatnich miesiącach znajdowała się ona w trendzie wzrostowym, jednak w listopadzie spodziewana jest stabilizacja na poziomie z października, czyli 6,1%. To wartość wyraźnie wyższa niż 5% notowane na początku 2022. Dodatkowo dziś opublikowany zostanie drugi odczyt PKB Czech za 3q24. Wstępne dane wskazały na poprawę dynamiki wzrostu gospodarczego do 1,3% r/r, względem 0,6% r/r w 2q24.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

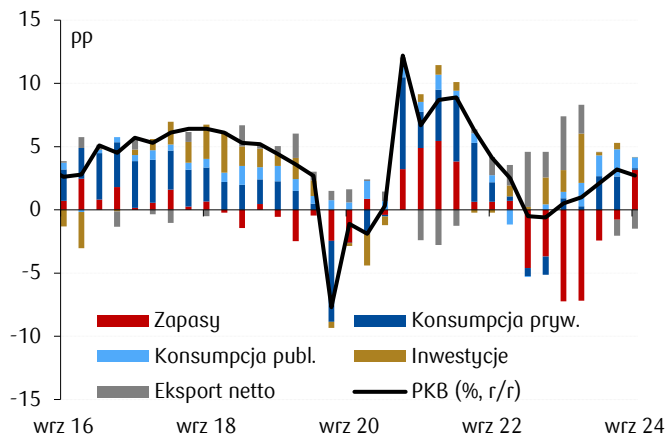
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-11-28	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3085	0,0
USDPLN	4,0826	0,2
CHFPLN	4,6230	-0,1
GBPPLN	5,1769	0,3
EURUSD	1,0554	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,88	-2
PL5Y	5,22	-2
PL10Y	5,58	-5
DE10Y	2,13	-4
US10Y	4,25	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	79 072,1	-0,1
DAX	19 425,7	0,9
S&P500	5 998,7	0,0
Nikkei**	38 178,8	0,1
Shanghai Comp.**	3 323,3	0,4
Surowce:		
Złoto	2639,96	0,0
Ropa Brent	73,28	0,6

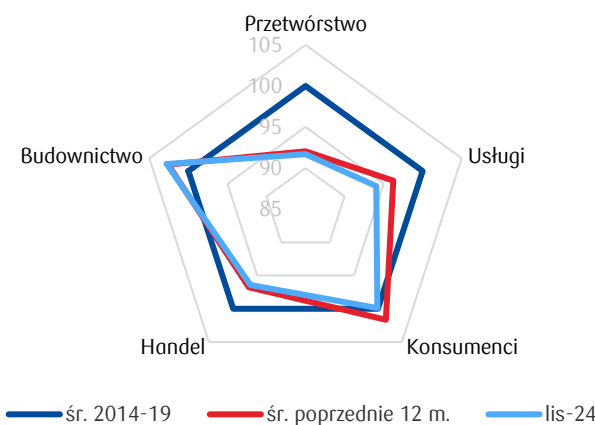
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Struktura wzrostu krajowego PKB



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

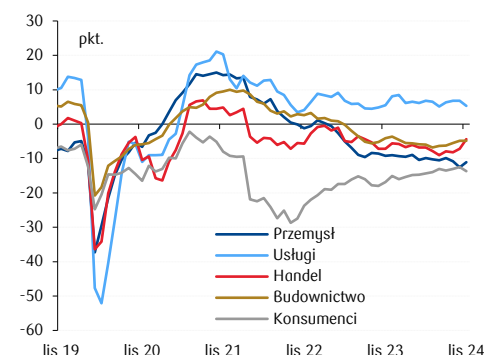
Indeks ESI dla Polski



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

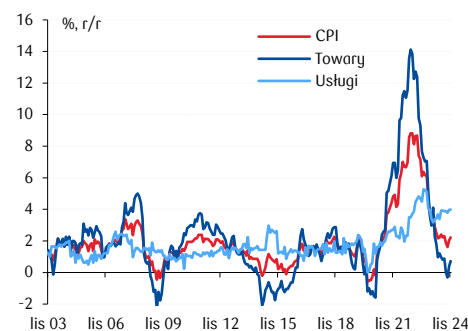
- POL:** W 3q24 wzrost PKB spowolnił do 2,7% r/r z 3,2% r/r w 2q24, a poziom aktywności gospodarczej obniżył się o 0,1% q/q. Struktura PKB była rozczarowująca – konsumpcja prywatna spowolniła gwałtownie do 0,3% r/r z 4,6% r/r, co zaskakuje wobec dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej (+1,3% r/r) oraz wciąż rosnących realnych wynagrodzeń. Wzrost oszczędności i ograniczenie wydatków na usługi mogły być głównymi przyczynami negatywnej niespodzianki. Inwestycje wzrosły jedynie o 0,1% r/r, głównie przez spadek nakładów firm (-11,5% r/r) oraz mniejszy wkład inwestycji publicznych po dynamicznym 2q24. **Największy pozytywny wkład do wzrostu wniosły zapasy (+3,2pp)**, co ostatnio obserwowano w pandemii, jednak w warunkach obecnego przytłumionego popytu aż tak wysoka kontrybucja zaskakuje. Dynamika importu spowolniła do 1,9% r/r (z 5,7%), podczas gdy eksport po czterech kwartałach wzrostów spadł o 0,7% r/r, co przełożyło się na ujemny wkład eksportu netto (-1,5pp). Więcej w Makro Flash: [Podwójne rozczarowanie](#).
- POL:** Indeks ESI w listopadzie odrobił część strat z października i wzrósł do 99,1 pkt. Za wzrostem stały lepsze nastroje w przetwórstwie i nieco lepsze nastroje konsumentów, w handlu detalicznym i w budownictwie. Koniunktura pogorszyła się tylko w sektorze usług. W relacji do długoterminowych trendów in plus wyróżniają się budownictwo i nastroje konsumentów, chociaż w przypadku tych drugich 2h24 przyniosła pewien regres.
- EUR:** Indeks ESI dla strefy euro w listopadzie odnotował niewielką poprawę. Największe zaskoczenie to silny wzrost nastrojów w handlu – indeks osiągnął najwyższy poziom w 2024, mimo nowych czynników ryzyka związanych z wojną celną z USA. Może to wskazywać na oczekiwany wzrost popytu wewnętrznego. Wskaźnik dla przetwórstwa również wzrósł, częściowo odrabiając październikowe osłabienie, choć nadal pozostaje w strefie pesymizmu. W usługach widoczna jest korekta po boomerze z 1h24, co łącznie daje stabilizację. Natomiast nastroje konsumentów, które dotychczas rosły, w ponurym listopadzie uległy pogorszeniu.
- EUR:** Koniunktura konsumencka w listopadzie, zgodnie ze wstępnym odczytem, spadła do -13,7 pkt. z -12,5 pkt. Spadek nastrojów wśród konsumentów można tłumaczyć nadal restrykcyjną polityką monetarną EBC, niekorzystnymi danymi i prognozami gospodarczymi, a także narastającymi napięciami geopolitycznymi, które zwiększają poziom niepewności.
- GER:** Inflacja CPI w listopadzie wzrosła do 2,2% r/r z 2,0% r/r w październiku, co stanowi wynik nieco poniżej prognozowanych 2,3% r/r. W ujęciu m/m zgodnie z oczekiwaniami zanotowano spadek o 0,2%. Inflacja bazowa zmniejszyła się o 0,3% m/m, co wpisuje się w sezonowy schemat. Warto jednak zauważyć, że przed pandemią w listopadzie obserwowano znacznie większe spadki inflacji bazowej. Mimo to dane wskazują na stopniowy powrót procesów inflacyjnych do długookresowych tendencji. W obecnych danych brak jest oznak presji, które mogłyby prowadzić do ponownego silnego wzrostu inflacji, co pozostawia członkom EBC przestrzeń do dalszego obniżania stóp procentowych.
- EUR:** Ch.Lagarde (Prezeska EBC) wyraziła obawy związane z zapowiedziami wprowadzenia nowych ceł przez prezydenta-elektę USA D.Trumpa, co może prowadzić do spadku globalnego PKB i zwiększać niepewność dotyczącą inflacji. W krótkim okresie takie działania mogły wywołać niewielki wzrost cen, ale ostateczny efekt będzie zależny od specyfiki ceł i ich zakresu. Podkreśliła również, że EBC uważnie monitoruje te napięcia, aby elastycznie dostosowywać politykę pieniężną do zmieniających się warunków. Zwróciła też uwagę na konieczność dialogu w miejsce eskalacji napięć handlowych, ponieważ szeroko zakrojona wojna handlowa przyniosłaby negatywne skutki

Składowe wskaźniki ESI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Niemczech

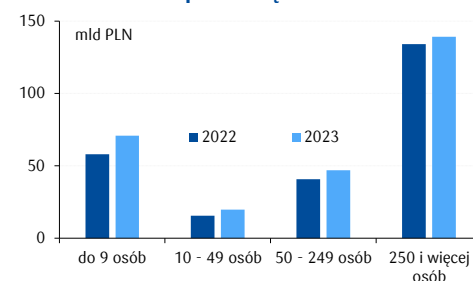


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

dla wszystkich stron. Prezeska EBC zasugerowała, że zamiast odpowiadać na amerykańskie cła odwetowymi działaniami, UE powinna dążyć do negocjacji i zwiększenia importu z USA takich towarów jak skroplony gaz ziemny i sprzęt obronny, aby uniknąć eskalacji konfliktu handlowego, który mógłby zaszkodzić obu stronom.

- **EUR:** W październiku agregat pieniężny M3 wzrósł o 3,4% r/r, po wzroście o 3,2% we wrześniu. W ramach M3, węższy agregat M1 (gotówka i depozyty bieżące) odnotował poprawę, osiągając roczną stopę wzrostu 0,2% w porównaniu ze spadkiem o 1,3% r/r we wrześniu. Depozyty gospodarstw domowych rosły szybciej, osiągając dynamikę 3,2% r/r (wobec 2,8% we wrześniu), natomiast depozyty przedsiębiorstw niefinansowych wzrosły o 1,7% r/r (wobec 1,6% miesiąc wcześniej).
- **POL:** W 2023 w Polsce działało 25 tys. przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, a wartość ulokowanego w nich kapitału zagranicznego to 262,4 mld PLN. Dominującą część (50,1%) tego kapitału ulokowano w dużych firmach zatrudniających ponad 250 osób. W ujęciu sektorowym, największe zaangażowanie kapitału zagranicznego odnotowano w przetwórstwie przemysłowym (37%), a także w handlu i naprawie pojazdów (17,2%). Struktura przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym wskazuje, że mikro i małe firmy (zatrudniające do 49 osób) stanowiły aż 80% ogółu, jednak to duże przedsiębiorstwa koncentrowały największy kapitał i zatrudniały większość pracowników (76,4%). W sumie firmy z kapitałem zagranicznym zatrudniały ponad 2,2 miliona osób, z czego blisko połowa była związana z przetwórstwem przemysłowym. Kapitał zagraniczny pochodził z 121 krajów, przy czym największy udział miały państwa Unii Europejskiej (80,5%). Wśród najważniejszych inwestorów wymienić można Holandię (18,2%), Niemcy (16,6%) i Francję (11,7%). Pod względem wyników finansowych, przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym osiągnęły w 2023 przychody ogółem w wysokości 2,82 bln PLN, z czego znaczną część generowały podmioty z sektora przetwórstwa przemysłowego (42,2%) oraz handlu (35,4%).
- **POL:** C.Kochalski (RPP) wskazuje, że marzec 2025 może być realnym terminem na obniżkę stóp procentowych. Decyzję tę może wspierać zamrożenie cen energii, które zmniejsza niepewność i zwiększa szanse na dezinflację. Z kolei polityka fiskalna rządu, nie wspiera scenariusza spadku inflacji, co może komplikować decyzję.
- **POL:** Minister finansów A.Domański stwierdził, że zaakceptowany przez KE plan budżetowy Polski nie oznacza ograniczenia wydatków. Gospodarka rozwija się dynamicznie, co zwiększa podstawę podatkową, a tym samym oznacza wzrost dochodów i spadek deficytu. KE pozytywnie oceniła polską strategię wychodzenia z nadmiernego deficytu, uwzględniając znaczące wydatki na obronę narodową (4,7% PKB w 2024) oraz inwestycje współfinansowane z funduszy unijnych. Polska przyjęła nieliniowy model redukcji deficytu, z mniejszym wysiłkiem w 2025 i bardziej intensywnymi działaniami w kolejnych latach. Zrezygnowano również z dłuższego okresu redukcji deficytu, zakładając wysoki wzrost gospodarczy i unikając dodatkowych, wymaganych w dłuższym scenariuszu, reform.
- **EUR:** F.Villeroy de Galhau (EBC, Bank Francji) zasugerował zakończenie restrykcyjnej polityki i rozważenie obniżki stóp procentowych do poziomów wspierających wzrost gospodarczy. Wskazał, że inflacja może osiągnąć długotrwale cel inflacyjny w 2025, a obecne słabe prognozy wzrostu uzasadniają łagodzenie polityki. Kolejna obniżka stóp w grudniu jest prawie pewna, choć jej zakres zależy od danych i prognoz. Bankier podkreślił, że neutralny poziom stóp wynosi 2-2,5% i w tym kierunku powinien się kierować EBC.

Wartość kapitału według klas wielkości przedsiębiorstw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 22 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q, rew.)	08:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	-0,3
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	09:30	pkt.	43	43	--	43,2
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt.	46	46	--	45,2
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,6	--	49,2
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt.	48,5	48,8	--	48,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt.	70,5	73,5	--	71,8
Poniedziałek, 25 listopada						
GER: Indeks Ifo (lis.)	10:00	pkt.	86,5	86,2	--	85,7
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	10,3	10,0	9,7	10,2
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
POL: Produkcja przemysłowa (paż.)	10:00	% r/r	-0,4	1,6	2,4	4,7
POL: Inflacja PPI (paż.)	10:00	% r/r	-6,3	-5,6	-5,6	-5,2
Wtorek, 26 listopada						
POL: Sprzedaż detaliczna (paż.)	10:00	% r/r	-3,0	0,5	0,7	1,3
POL: Podaż pieniądza M3 (paż.)	14:00	% r/r	6,5	7,0	7,1	7,8
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lis.)	16:00	pkt.	109,6	112,5	--	111,7
USA: Minutes Fed (lis.)	20:00	--	--	--	--	--
Środa, 27 listopada						
POL: Stopa bezrobocia (paż.)	10:00	%	5,0	5,0	5,0	4,9
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	%k/k saar	3,0	2,8	--	2,8
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	14:30	%k/k saar	2,8	3,7	--	3,5
USA: Bilans handlowy (paż.)	14:30	mld USD	-108,7	-99,3	--	-99,1
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż., wst.)	14:30	% m/m	-0,4	0,5	--	0,2
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis.)	14:30	tys	213	217	--	213
USA: Dochody Amerykanów (paż.)	16:00	% m/m	0,3	0,3	--	0,6
USA: Wydatki Amerykanów (paż.)	16:00	% m/m	0,6	0,3	--	0,4
USA: Deflator PCE (paż.)	16:00	% r/r	2,1	2,3	--	2,3
USA: Inflacja bazowa PCE (paż.)	16:00	% r/r	2,7	2,8	--	2,8
Czwartek, 28 listopada						
EUR: Podaż pieniądza M3 (paż.)	10:00	% r/r	3,2	3,4	--	3,4
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,2	2,7	2,7	2,7
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., rew.)	11:00	pkt.	-12,5	-13,7	--	-13,7
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis.)	11:00	pkt.	95,6	95,2	--	95,8
GER: Inflacja CPI (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,3	--	2,2
GER: Inflacja HICP (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,4	2,6	--	2,4
Piątek, 29 listopada						
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	0,6	1,3	--	--
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,1	6,1	--	--
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	5,0	4,7	4,6	--
EUR: Inflacja HICP (lis.)	11:00	% r/r	2,0	2,3	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,7	2,8	--	--

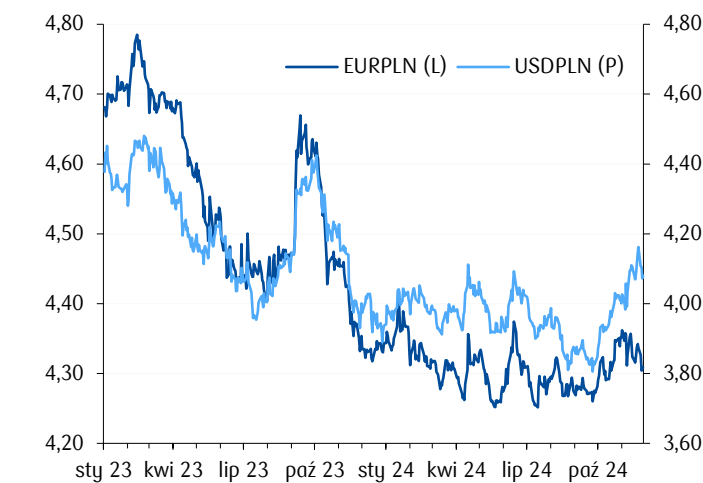
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

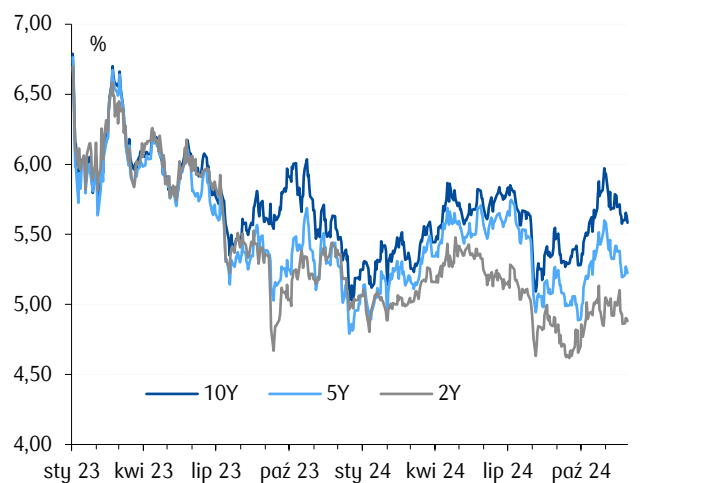
		Wartość 2024-11-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3085	0,0	-0,8	-1,0	-1,0	-7,8
	USDPLN	4,0826	0,2	-1,2	1,9	2,3	-2,1
	CHFPLN	4,6230	-0,1	-1,0	-0,3	0,7	3,8
	GBPPLN	5,1769	0,3	-0,8	0,3	2,5	-6,8
	EURUSD	1,0554	-0,2	0,4	-2,8	-3,3	-5,9
	EURCHF	0,9320	0,1	0,2	-0,7	-1,8	-11,2
	GBPUSD	1,2683	0,0	0,5	-1,4	0,2	-4,8
	USDJPY	151,53	0,3	-1,8	-0,5	2,5	31,3
	EURCZK	25,28	0,0	-0,3	-0,1	3,9	-0,8
Obligacje	EURHUF	412,90	0,0	0,6	1,1	8,4	13,0
	PL2Y	4,88	-2	-5	-17	-51	181
	PL5Y	5,22	-2	3	-36	-11	164
	PL10Y	5,58	-5	1	-35	7	212
	DE2Y	2,00	-4	-10	-31	-81	275
	DE5Y	1,97	-4	-17	-29	-41	254
	DE10Y	2,13	-4	-19	-27	-32	237
	US2Y	4,23	0	-13	6	-48	358
	US5Y	4,12	0	-18	-3	-17	278
Akcje	US10Y	4,25	0	-17	-3	-9	261
	WIG	79 072,1	-0,1	0,1	-0,6	6,5	14,8
	WIG20	2 187,1	0,0	0,4	-0,8	-1,3	-1,9
	S&P500	5 998,7	0,0	0,8	5,1	31,3	27,6
	NASDAQ100	20 744,5	0,0	0,0	4,3	30,1	26,7
	Shanghai Composite**	3 324,0	0,4	-1,4	1,3	9,7	-7,3
	Nikkei**	38 189,3	0,1	0,4	-2,3	14,0	29,5
	DAX	19 425,7	0,9	1,5	1,8	19,8	22,0
Surowce	VIX	15,17	0,0	-9,6	-27,6	10,3	-25,5
	Ropa Brent	73,3	0,6	-1,3	0,2	-11,5	-10,9
	Ropa WTI	69,0	0,0	-1,9	-0,8	-8,7	-11,9
	Złoto	2640,0	0,0	-1,1	-3,7	29,5	47,5

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

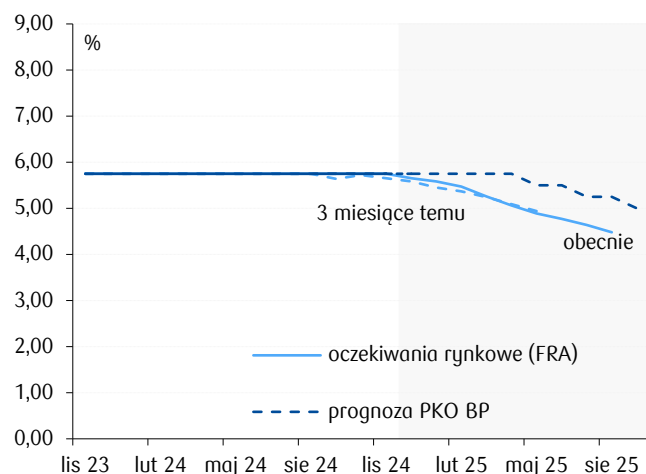
Notowania złotego wobec głównych walut



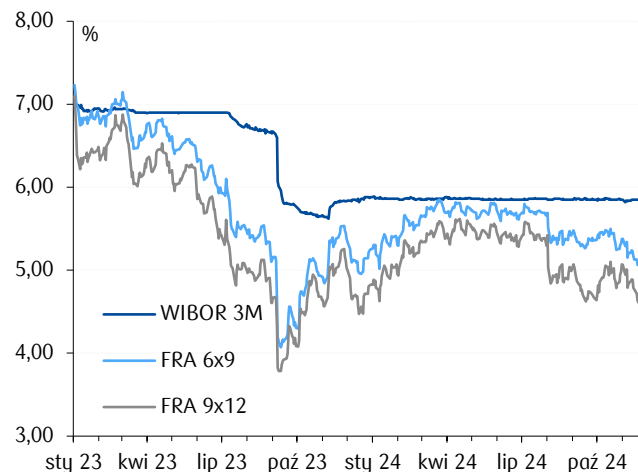
Rentowności polskich obligacji skarbowych



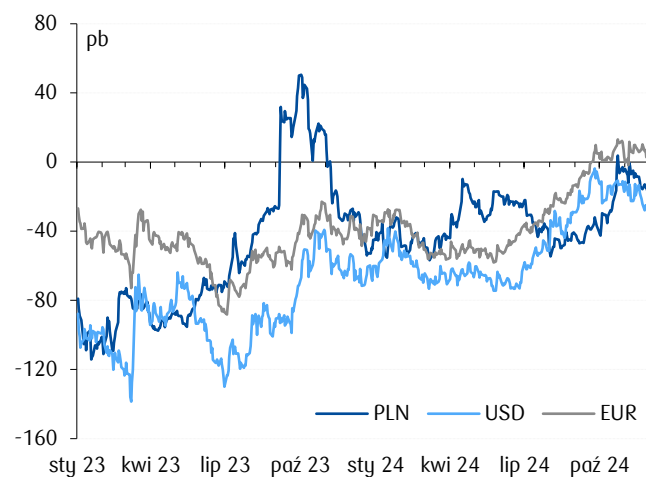
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



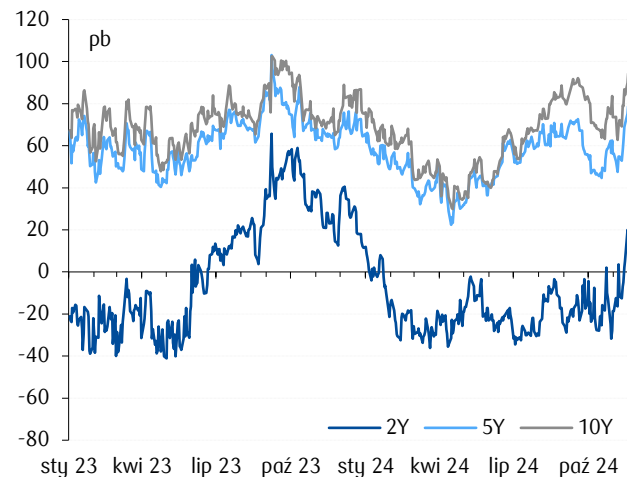
Krótkoterminowe stopy procentowe



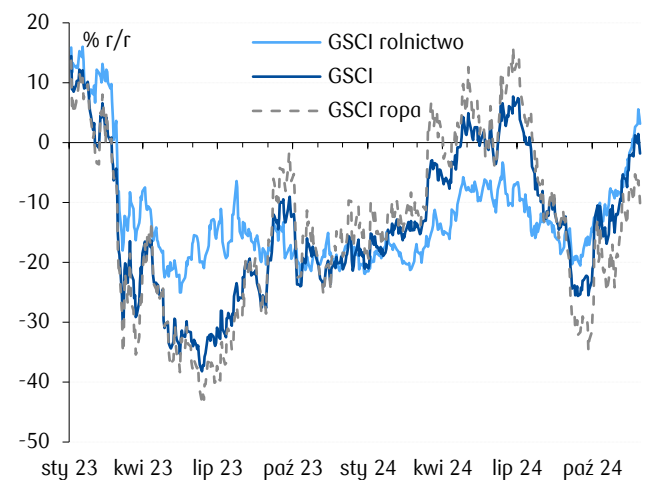
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



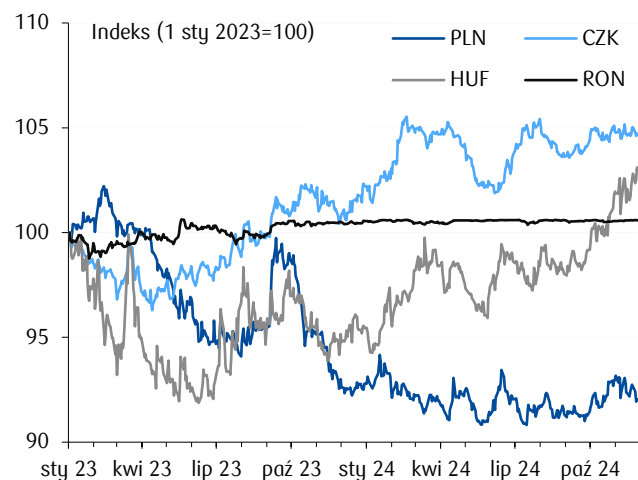
Spread asset swap dla PLN



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.