

Zamrożone stopy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Notowania indeksów giełdowych na Wall Street były wczoraj wspierane dynamicznymi wzrostami spółek technologicznych oraz pozytywną oceną stanu amerykańskiej gospodarki wg J.Powella, w rezultacie indeks S&P ustanowił kolejny rekord zamknięcia. Dobre nastroje panowały również na giełdach europejskich, w tym na GPW. Rentowność amerykańskiej 10-latki obniżyła się o kilka punktów, a zmienność na EURUSD była niewielka. Po wtorkowym lekkim osłabieniu, wczoraj złoty zaczął się umacniać względem głównych walut – pod koniec dnia EURPLN oscylował wokół 4,28 a USDPLN spadł poniżej 4,07. Rentowności krajowych SPW wzrosły na długim końcu krzywej.
- **Dzisiaj najważniejszym wydarzeniem w kraju będzie zaplanowana na 15.00 konferencja Prezesa NBP A.Głapińskiego.** Komunikat po wczorajszym posiedzeniu RPP zawierał sprzeczną z wcześniejszymi wypowiedziami członków Rady sugestię, że mrożenie cen energii opóźni powrót inflacji do celu NBP (i w konsekwencji obniżki stóp) dlatego z ciekawością będziemy wyczekiwali wypowiedzi Prezesa na temat perspektyw krajowej polityki pieniężnej.
- W USA poznamy dzisiaj tygodniowe dane z rynku pracy, które będą ostatnią przystawką przed piątkową publikacją NFP za listopad. W ostatnim czasie tygodniowa liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych ustabilizowała się lekko powyżej 200 tys.
- W Europie zostanie opublikowana sprzedaż detaliczna za październik – tu oczekiwane jest utrzymanie niewielkiego wzrostu w ujęciu r/r. W przypadku niemieckich zamówień przemysłowych za październik spodziewane jest częściowe odwrócenie zaskakującego wzrostu m/m w wrześniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, **pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie** – stopa referencyjna NBP już 15. miesiąc z rzędu wynosi 5,75%. Zmiany wymowy komunikatu po posiedzeniu są niewielkie, jednak w naszej ocenie raczej w kierunku bardziej jastrzębiego nastawienia. Więcej w Makro Flashu: [Zamrożone ceny i stopy na razie też](#).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

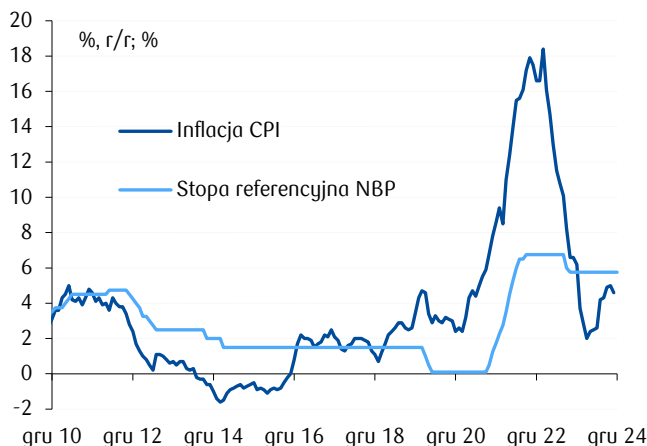
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-12-04	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2818	-0,3
USDPLN	4,0664	-0,4
CHFPLN	4,6019	-0,2
GBPPLN	5,1722	-0,1
EURUSD	1,0530	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,02	1
PL5Y	5,21	3
PL10Y	5,61	4
DE10Y	2,06	0
US10Y	4,18	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	81 643,0	0,9
DAX	20 232,1	1,1
S&P500	6 086,5	0,6
Nikkei**	38 547,6	-1,8
Shanghai Comp.**	3 366,7	-0,4
Surowce:		
Złoto	2654,11	0,5
Ropa Brent	72,31	-1,8

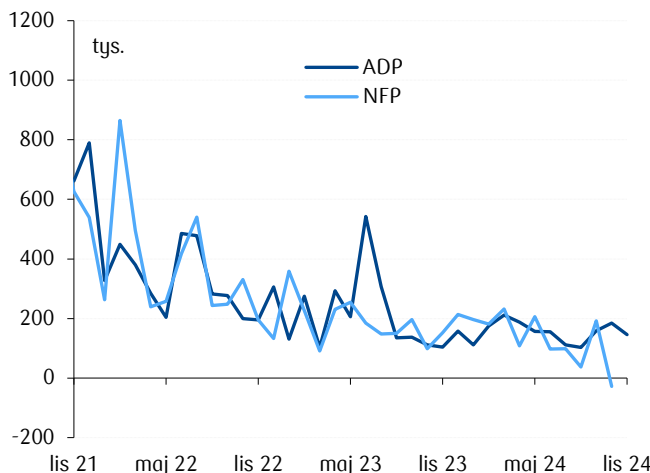
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja i stopa referencyjna w Polsce



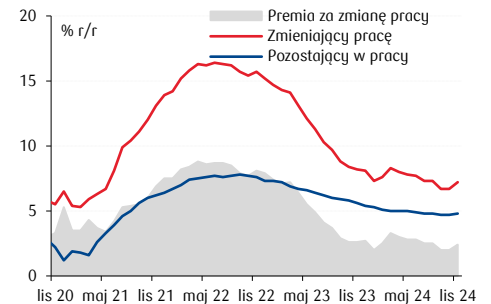
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym USA



- **USA: J.Powell ocenił, że Fed może być obecnie nieco bardziej ostrożny w procesie obniżania stóp do poziomu neutralnego.** Zdaniem szefa Rezerwy Federalnej gospodarka jest w niezwykle dobrym stanie, a wzrost okazał się silniejszy niż oczekiwano. Sam J.Powell czuje się komfortowo z obecnym stanem gospodarki oraz polityki pieniężnej.
- **USA: Raport ADP pokazał, że w listopadzie w amerykańskich firmach przybyło 146 tys. miejsc pracy** wobec zrewidowanego w dół wzrostu o 184 tys. w poprzednim miesiącu, nieco mniej od oczekiwań. Raport przedstawia niejednoznaczny obraz rynku pracy w USA – liderem wzrostu zatrudnienia jest sektor ochrony zdrowia i edukacji, oraz budownictwo, podczas gdy zatrudnienie w przetwórstwie spadło najsilniej od roku. Listopadowe badanie ADP pokazało zatrzymanie spadkowego trendu dynamiki wynagrodzeń – wzrost płac zmieniających zatrudnienie przyspieszył do 7,2% r/r z 6,7% r/r, a dla pozostałych w tej samej pracy do 4,8% r/r z 4,7% r/r. Zwiększyła się też „premia za zmianę pracy” (patrz wykres obok). Korelacja danych ADP z NFP nie jest silna (por. wykres na pierwszej stronie), jednak obraz listopadowego rynku pracy jest w jego świetle umiarkowanie pozytywny.
- **USA: Usługowy indeks ISM w listopadzie obniżył się po raz pierwszy od czerwca, o 3,9 pkt, do 52,1 pkt.** Wynik powyżej 50 pkt. nadal wskazuje na wzrost aktywności w sektorze, jednak dane za listopad były gorsze niż wszystkie prognozy w ankiecie Bloomberg’a. Lepszy obraz sektora maluje indeks PMI, który wzrósł do 56,1 pkt. z 55,0 pkt. za sprawą najsilniejszego od dwóch i pół roku wzrostu nowych zamówień. Zdaniem autorów badania wyższy popyt jest konsekwencją ograniczenia niepewności po wyborach prezydenckich w USA.
- **USA. Z Beżowej Księgi Fed wynika, że w listopadzie aktywność gospodarcza nieznacznie wzrosła, po stabilizacji w poprzednich miesiącach.** Ankietowane firmy cechuje coraz większy optymizm w ocenie perspektyw popytu.
- **EUR: Prezes Ch.Lagarde powtórzyła, że stopy procentowe EBC będą nadal obniżane, choć nie można powiedzieć, w jakim tempie.** Prezes EBC oceniła, że wzrost inflacji w ostatnich dwóch miesiącach był spowodowany głównie przez spowolnienie spadku cen energii i wzrost cen żywności. Ch.Lagarde zwróciła uwagę, że wzrost kosztów pracy osłabił się w ostatnich kwartałach i ta korzystna dla dezinflacji tendencja powinna się utrzymać. Zgodnie z prognozami EBC, po przejściowym wzroście w 4q24, inflacja wróci do celu 2% w 2025.
- **EUR: O.Rehn (EBC i bank centralny Finlandii) zapowiedział, że EBC będzie kontynuował luzowanie polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.** Bankier centralny zwrócił uwagę, iż inflacja spowolniła w okolice 2-procentowego celu, a wzrost gospodarczy jest kruchy, co otwiera drogę do obniżki w grudniu oraz następnych w kolejnych miesiącach. Odmówił jednak sprecyzowania, czy w grudniu właściwy będzie ruch o 25 czy 50 pb. Zdaniem O.Rehna, w świetle obecnych danych, powrót do zerowych stóp procentowych jest mało prawdopodobny. Dodał, że neutralna stopa procentowa wynosi około 2,5%, a ten poziom najpewniej zostanie osiągnięty późną zimą, „co w Finlandii oznacza okres pomiędzy styczniem i czerwcem”. **B.Vujcic (EBC i bank centralny Chorwacji) powiedział z kolei, że „kiedy droga jest śliska, trzeba stawiać małe kroki”,** dlatego obniżki stóp EBC były dotychczas stopniowe. Jego zdaniem sytuacja nie zmienia się na kolejnych posiedzeniach.
- **EUR: Skala deflacji PPI zmniejszyła się w listopadzie do 3,2% r/r z 3,4% r/r w październiku.** W ciągu miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,4% m/m. Spadek cen w ujęciu rocznym wynika przede wszystkim z niższych o 11,2% r/r cen energii. Ceny dóbr pośrednich obniżyły się

Dynamika wynagrodzeń i premia za zmianę pracy w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

o 0,5% r/r, a w przypadku dóbr kapitałowych oraz konsumpcyjnych mamy do czynienia z niewielkim wzrostem cen.

- **EUR:** Usługowy indeks PMI w listopadzie spadł do 49,5 pkt. z 51,6 pkt. w październiku, a ostateczne dane okazały się o 0,3 pkt. lepsze od wstępnego wyliczenia. Ostatecznie spadek PMI dla Francji był słabszy niż oczekiwano (do 46,9 pkt. z 49,2 pkt.) a dla Niemiec nieco głębszy (do 49,3 pkt. z 51,6 pkt.). Indeks PMI dla strefy euro znalazł się poniżej neutralnej granicy 50pkt. po raz pierwszy od początku roku, jednak skala spadku aktywności była niewielka i najpewniej związana z silnym spadkiem zamówień eksportowych. Pomimo tego firmy usługowe nadal zwiększały zatrudnienie.
- **USA:** Zamówienia przemysłowe w październiku wzrosły o 0,2% m/m (zgodnie z oczekiwaniami) po spadku o 0,2% m/m we wrześniu. Tym razem duże zamówienia na środki transportu nie zaburzyły danych, a po ich wyłączeniu dynamika również wyniosła 0,2% m/m.
- **ŚWIAT:** OECD oczekuje, że gospodarka globalna w przyszłym roku pozostanie odporna na szoki, a wzrost światowego PKB przyspieszy do 3,3% r/r w 2025 wobec 3,2% r/r w 2024. Spośród państw OECD w 2025 ponadprzeciętna dynamika PKB utrzyma się w USA (2,4% r/r), wolniej będzie rosła gospodarka strefy euro (1,3% r/r). Jednocześnie przeciętna inflacja w państwach OECD powinna obniżyć się do 3,8% r/r z 5,4% r/r w 2024. Wzrost gospodarczy w Polsce może przyspieszyć w 2025 do 3,4% r/r (wsparty inwestycjami rosnącymi o 9,5% r/r i konsumpcją prywatną – rosnącą o 3,5% r/r) z 2,8% r/r w 2024. W zakresie PKB i jego struktury prognozy OECD są bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. Niższą niż OECD mamy natomiast prognozę inflacji (OECD: 5,0% r/r na 2025, PKOe: 4,1% r/r), ale różnica wynika z przyjętego przez OECD założenia o odmrożeniu cen energii (które zgodnie z zapowiedziami rządu nie będzie miało miejsca).
- **FRA:** Parlament Francji uchwalił w środę wnioski o wotum nieufności wobec rządu M. Barniera zmuszając go do ustąpienia. Wniosek poparli posłowie lewicy i skrajnej prawicy. Rząd M. Barniera nie był w stanie uchwalić budżetu na 2025, który zakładał cięcia wydatków i podwyżki podatków. Jest on pierwszym od 1962 gabinetem ustępującym w wyniku wotum nieufności, a sam premier był najkrócej urzędującym szefem rządu od powstania piątej republiki w 1958. Prezydent E. Macron może teraz powołać nowego premiera, jednak żadna partia nie ma w parlamencie wystarczająco wielu sojuszników, aby uchronić kolejny rząd przed wotum nieufności.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 29 listopada						
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	0,6	1,3	--	1,3
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,1	6,1	--	6,1
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	5,0	4,7	4,6	4,6
EUR: Inflacja HICP (lis.)	11:00	% r/r	2,0	2,3	--	2,3
EUR: Inflacja bazowa (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,7	2,8	--	2,8
Poniedziałek, 2 grudnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lis.)	2:45	pkt.	50,3	50,6	--	51,5
POL: PMI w przetwórstwie (lis.)	9:00	pkt.	49,2	49,0	49,1	48,9
GER: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	9:55	pkt.	43,0	43,2	--	43,0
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	10:00	pkt.	46,0	45,2	--	45,2
USA: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	15:45	pkt.	48,5	48,8	--	49,7
USA: ISM w przetwórstwie (lis.)	16:00	pkt.	46,5	47,6	--	48,4
Wtorek, 3 grudnia						
USA: Raport JOLTS (paż.)	16:00	mln	7,372	7470	--	7,744
Środa, 4 grudnia						
GER: PMI w usługach (lis., rew.)	9:55	pkt.	51,6	49,4	--	49,3
EUR: PMI w usługach (lis., rew.)	10:00	pkt.	51,6	49,2	--	49,5
EUR: Inflacja PPI (paż.)	11:00	% r/r	-3,4	-3,3	--	-3,2
USA: Raport ADP (lis.)	14:15	tys.	184	158	--	146
USA: Zamówienia fabryczne (paż.)	16:00	% m/m	-0,2	0,4	--	0,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż., rew.)	16:00	% m/m	-0,4	0,2	--	0,3
POL: Stopa referencyjna NBP (gru.)	--	%	5,75	5,75	5,75	5,75
Czwartek, 5 grudnia						
GER: Zamówienia fabryczne (paż.)	8:00	% m/m	4,2	-2,1	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (paż.)	8:00	% r/r	1,0	1,3	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (paż.)	11:00	% r/r	2,9	1,7	--	--
USA: Bilans handlowy (paż.)	14:30	mld USD	-84,4	-75	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis.)	14:30	tys.	213	215	--	--
Piątek, 6 grudnia						
GER: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:00	% m/m	-2,5	1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:00	% r/r	-4,6	-3,3	--	--
GER: Eksport (paż.)	8:00	% m/m	-1,7	-2,9	--	--
GER: Import (paż.)	8:00	% m/m	2,1	-1,5	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,6	0,9	--	--
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	1,0	--	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lis.)	14:30	tys.	12	200	119	--
USA: Stopa bezrobocia (lis.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lis.)	14:30	% r/r	4,0	3,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru., wst.)	16:00	pkt.	71,8	73,3	--	--

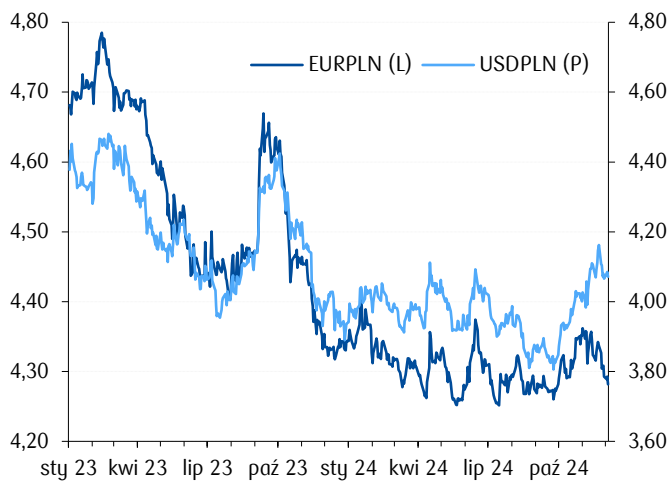
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

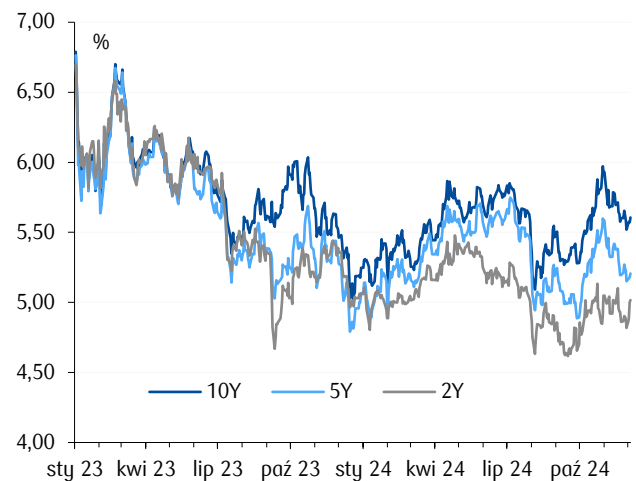
		Wartość 2024-12-04	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2818	-0,3	-0,6	-1,7	-1,1	-7,2
	USDPLN	4,0664	-0,4	-0,2	0,2	1,4	-0,1
	CHFPLN	4,6019	-0,2	-0,5	-0,7	0,2	4,0
	GBPPLN	5,1722	-0,1	0,2	-1,0	2,4	-4,6
	EURUSD	1,0530	0,1	-0,4	-1,9	-2,4	-7,1
	EURCHF	0,9304	-0,1	-0,1	-1,0	-1,3	-10,8
	GBPUSD	1,2709	0,4	0,2	-1,4	0,9	-4,6
	USDJPY	150,43	0,8	-0,4	-2,5	2,2	33,2
	EURCZK	25,19	0,2	-0,4	-0,6	3,7	-1,3
	EURHUF	413,95	-0,1	0,3	0,8	8,9	14,1
Obligacje	PL2Y	5,02	1	12	0	-19	211
	PL5Y	5,21	3	-4	-25	15	188
	PL10Y	5,61	4	-2	-20	27	239
	DE2Y	1,95	1	-9	-23	-65	266
	DE5Y	1,91	1	-11	-29	-25	250
	DE10Y	2,06	0	-11	-34	-16	239
	US2Y	4,13	-5	-10	-16	-47	356
	US5Y	4,07	-5	-6	-22	-5	291
	US10Y	4,18	-5	-7	-26	6	275
Akcje	WIG	81 643,0	0,9	3,2	1,4	5,8	19,2
	WIG20	2 268,1	1,2	3,7	1,2	-1,8	2,3
	S&P500	6 086,5	0,6	1,5	2,7	33,8	34,9
	NASDAQ100	21 492,4	1,2	3,6	3,4	36,1	35,4
	Shanghai Composite**	3 366,7	-0,4	1,7	-0,5	13,4	-5,9
	Nikkei**	38 547,6	-1,8	1,1	-2,4	15,3	38,0
	DAX	20 232,1	1,1	5,0	6,3	21,5	30,8
	VIX	16,09	0,9	6,1	-1,2	3,3	-42,5
Surowce	Ropa Brent	72,3	-1,8	-0,7	-3,5	-2,7	5,0
	Ropa WTI	68,8	-1,9	-0,3	-4,4	-0,3	4,9
	Złoto	2654,1	0,5	0,5	-0,5	30,8	48,6

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

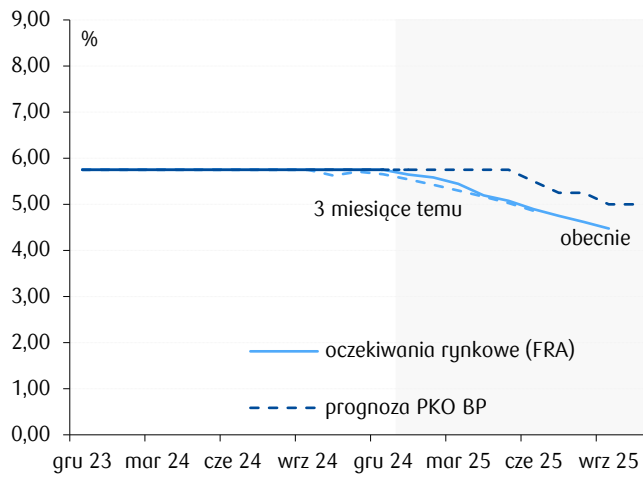
Notowania złotego wobec głównych walut



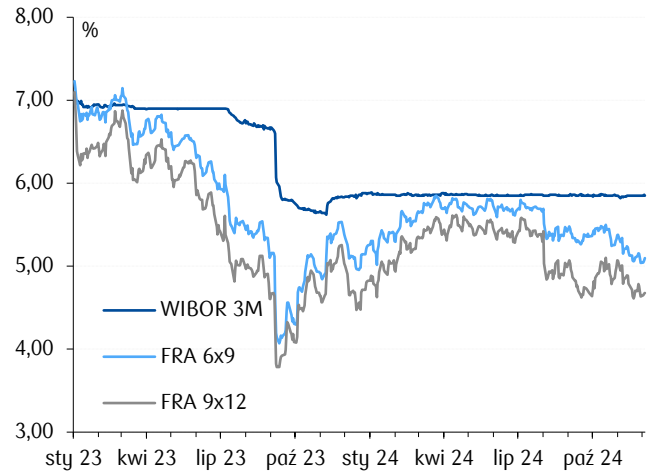
Rentowności polskich obligacji skarbowych



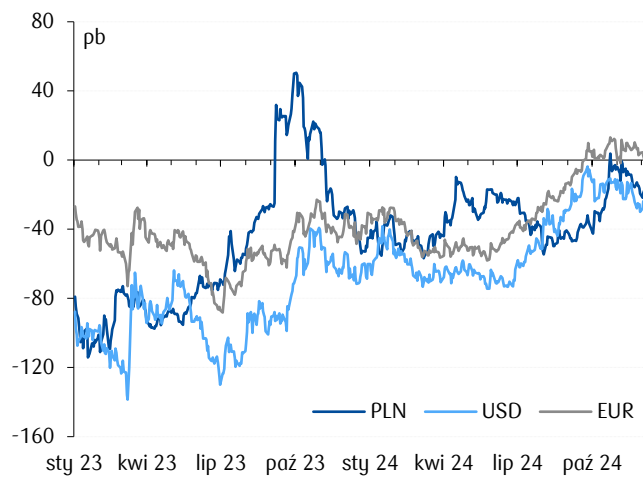
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



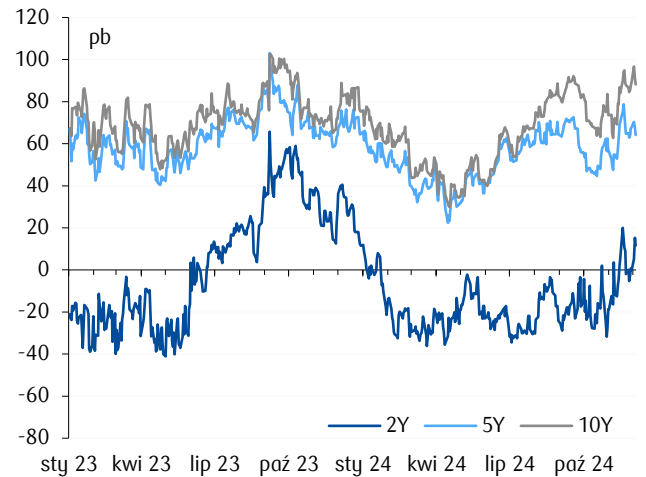
Krótkoterminowe stopy procentowe



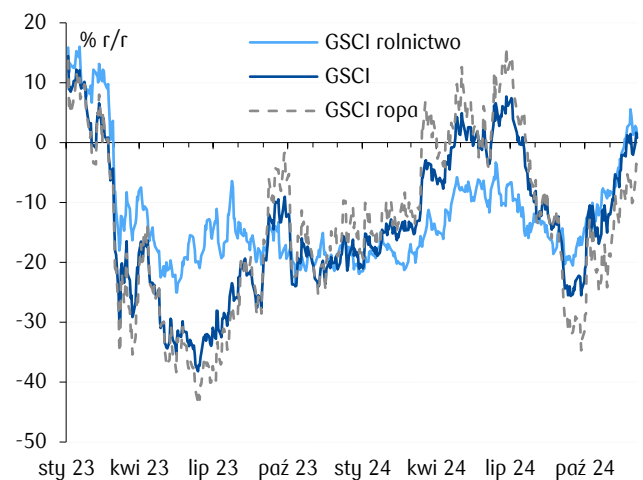
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



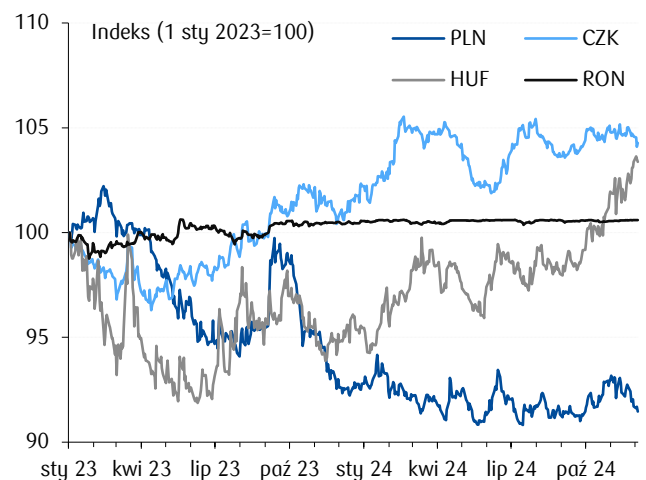
Spread asset swap dla PLN



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**:



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.