

## Codziennik

### Słabe inwestycje i konsumpcja w III kw.

Dziś wstępny odczyt listopadowej inflacji w Polsce i strefie euro, czeski PKB  
W III kw. w Polsce zanikł wzrost konsumpcji prywatnej i inwestycji  
Główne wskaźniki ESI Polski i strefy euro delikatnie w górę  
Spokojny handel przy święcie w USA

**Dzisiaj** pojawi się wstępny odczyt krajowej inflacji CPI za listopad, która wg nas cofnęła się z październikowych 5,0% r/r do 4,6% r/r. Spadek ten jednak będzie tylko chwilowy, a w grudniu CPI znowu wzrośnie. Czworką z przodu na dłużej pojawi się w inflacji w lipcu 2025 r. Oczekiwania rynku są zbliżone do naszych. Wstępny szacunek inflacji pokaże też strefa euro a Czesi zrewidowany PKB za III kw. Rano ukazały się już niemieckie dane o sprzedaży detalicznej, które były gorsze od prognoz

**Wzrost PKB Polski w III kw. został potwierdzony przez GUS na poziomie 2,7% r/r**, wobec 3,2% r/r w II kw. Wyrównany sezonowo wzrost w ujęciu kwartał do kwartału został zrewidowany do -0,1% z -0,2% pokazanych we wstępnym odczycie. Ukazana przez GUS struktura wzrostu jest dużym negatywnym zaskoczeniem. Dane pokazały drastyczne wyhamowanie konsumpcji prywatnej do 0,3% r/r z 4,6% r/r w II kw. Dynamika nakładów inwestycyjnych na środki trwałe również w tym okresie praktycznie zanikła: 0,1% r/r wobec 3,2% r/r odnotowanych kwartał wcześniej. Ten spadek został jednak zrekomensowany wzrostem zapasów, które w III kw. dołożyły do wzrostu 3,2 pkt proc. Szczegółowe dane o PKB nie napawają optymizmem co do krajowych perspektyw gospodarczych. Oceniamy, że osiągnięcie średniego wzrostu w tym roku na poziomie 3,0% może być wyzwaniem, choć warto pamiętać, że pierwsze dane z IV kw. (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) były lepsze od oczekiwań, więc ostatni kwartał roku może pokazać pewne przyspieszenie. Więcej w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

**Członek RPP Cezary Kochalski** w wywiadzie dla Gazety Pomorskiej ocenił, że marzec przyszłego roku może być momentem kiedy obniżka stóp procentowych może być realna. Wg niego prawdopodobieństwo takiej decyzji Rady zostało zwiększone przez zapowiedź rządu dalszego mrożenia cen energii. Z kolei jako potencjalną przeszkodę Kochalski widzi kształt polityki fiskalnej, który nie wzmacnia scenariusza deflacyjnego.

**Polski wskaźnik ESI poprawił się do 99,1 pkt z 98,4 pkt** w listopadzie wobec lekkiej poprawy nastrojów w przemyśle, handlu i wśród konsumentów. Jednocześnie nastroje w sektorze usług cofnęły się do najgorszego poziomu od ponad roku. Sektor handlu detalicznego zasignalizował poprawę bieżącej aktywności biznesowej i w większym stopniu przewiduje wzrosty cen niż w poprzednich miesiącach, co korespondowało z większymi niż w poprzednich dwóch miesiącach obawami konsumentów o inflację.

**Skromne podejście głównego wskaźnika ESI dla strefy euro do 95,8 pkt z 95,7 pkt** wystarczyło do pozytywnego zaskoczenia rynku. Delikatna poprawa w europejskim przemyśle wzięta się z oczekiwania większej bieżącej produkcji, jednak przy wciąż silnie negatywnej ocenie strumienia nowych zamówień i tendencji do redukcji zatrudnienia. Sektor usług pokazał najniższy poziom wskaźnika nastrojów od lipca w obliczu słabnącego popytu. Wyraźną poprawę nastrojów odnotował sektor handlu detalicznego, chociaż urosły tylko wskaźniki bieżącej aktywności ale już nie te opisujące przyszłe warunki w handlu. Do tego narosły obawy europejskich konsumentów co do przyszłej sytuacji finansowej i możliwości nawrotu inflacji.

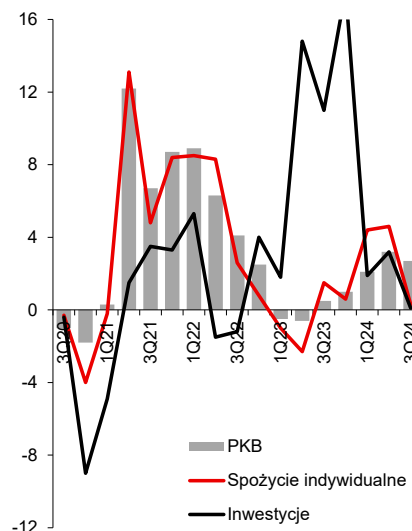
**Wstępny odczyt niemieckiej inflacji CPI** okazał się niższy od oczekiwań, 2,2% r/r zamiast 2,3% (dla inflacji HICP odpowiednio 2,4% r/r i 2,6%). W zaskoczeniu w dół pomogły przede wszystkim ceny energii, za to inflacja bazowa CPI wzrosła z 2,9% r/r do 3,0%. Odbudowa presji inflacyjnej wydaje się jednak mało prawdopodobna w sytuacji pogarszających się nastrojów w europejskim sektorze usług.

**Członek ciała decyzyjnego EBC Francois Villeroy de Galhau** uznał, że na początku roku może być w strefie euro osiągnięty cel inflacyjny a tym samym uwaga powinna skupić się na sprowadzeniu stóp do neutralnego poziomu a jego zdaniem ewentualnie nawet poniżej. Oceniał, że bank ma wszelkie powody, żeby obniżyć stopy na posiedzeniu 12 grudnia a tematem powinna być raczej skala tego ruchu niż samo jego wykonanie.

**Złoty pozostał przyczajony w pobliżu 4,30 do euro** a EURUSD nie próbował cofać się poniżej 1,05 mimo że niski odczyt niemieckiej inflacji i gotębia wypowiedź z EBC sprzyjały takim próbom. Brak inwestorów amerykańskich z uwagi na Święto Dziękczynienia wywołał jednak bezruch na rynkach. Pozostałe waluty regionu CEE też były spokojne.

W warunkach spokojnego handlu w Europie doszło do **lekkiego umocnienia długu**, w przypadku Niemiec i Polski rządu 3 pb na całych krzywych rentowności. Polskie stawki IRS spadły o ok. 5 pb. Podejrzewamy, że dzisiejszy powrót inwestorów z USA na rynki może doprowadzić do dalszego umocnienia polskich obligacji z uwagi na wydzwięk danych o PKB za III kw.

Wzrost PKB i składowych, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Piotr Bielski 691 393 119  
Bartosz Białas 517 881 807  
Cezary Chrapek 887 842 480  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

### Rynek walutowy

#### Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.3050	CZKPLN	0.1701
USDPLN	4.0674	HUFPLN*	1.0332
EURUSD	1.0584	RONPLN	0.8655
CHFPLN	4.6197	NOKPLN	0.3692
GBPPLN	5.1816	DKKPLN	0.5772
USDCNY	7.2308	SEKPLN	0.3738

\*za 100HUF

#### Poprzednia sesja na rynku FX 28/11/2024

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.3013	4.3159	4.3026	4.3064	4.3085
USDPLN	4.0756	4.0931	4.0792	4.0808	4.0907
EURUSD	1.0526	1.0556	1.0549	1.0553	-

### Rynek stopy procentowej 28/11/2024

#### Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS1026 (2L)	4.88	-2
DS1029 (5L)	5.22	-2
DS1034 (10L)	5.58	-5

#### Stawki IRS na rynku międzybankowym\*\*

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	5.43	-3	4.54	0	2.32	-3
2L	4.88	-5	4.31	0	2.16	-3
3L	4.64	-5	4.21	1	2.12	-3
4L	4.55	-6	4.17	2	2.12	-4
5L	4.55	-6	4.10	2	2.12	-3
8L	4.62	-6	4.06	4	2.16	-3
10L	4.71	-7	4.06	1	2.20	-3

#### Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5.86	6
T/N	5.79	1
SW	5.85	0
1M	5.83	0
3M	5.85	0
6M	5.79	-1
1Y	5.63	0

#### Stawki FRA (na rynku międzybankowym)\*\*

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	5.84	-1
3x6	5.67	-1
6x9	5.09	-4
9x12	4.68	-6
3x9	5.60	-3
6x12	5.00	-7

#### Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

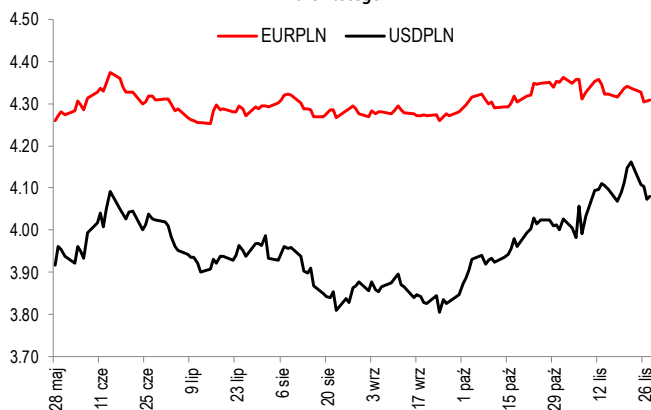
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	67	0	346	-1
Francja	19	0	82	-3
Węgry	122	0	440	19
Hiszpania	31	0	72	-1
Włochy	26	0	122	-3
Portugalia	18	0	48	-1
Irlandia	11	0	32	0
Niemcy	6	0	-	-

\*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

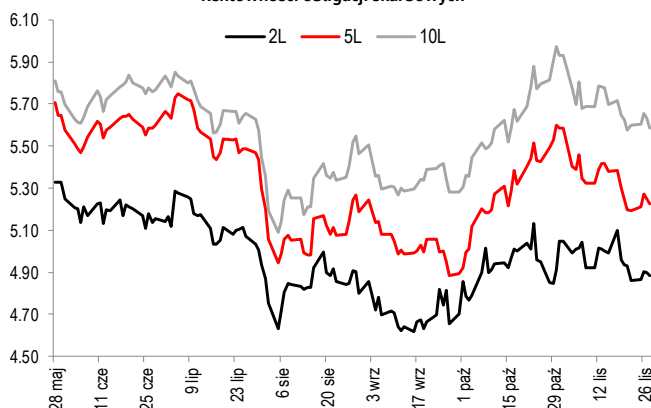
\*\*Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: Refinitiv, Datastream

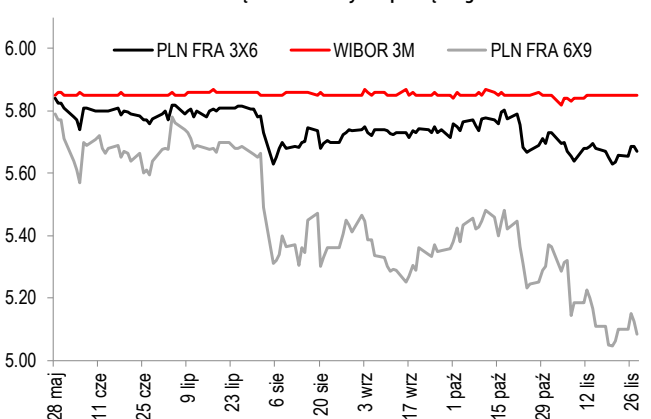
#### Kurs złotego



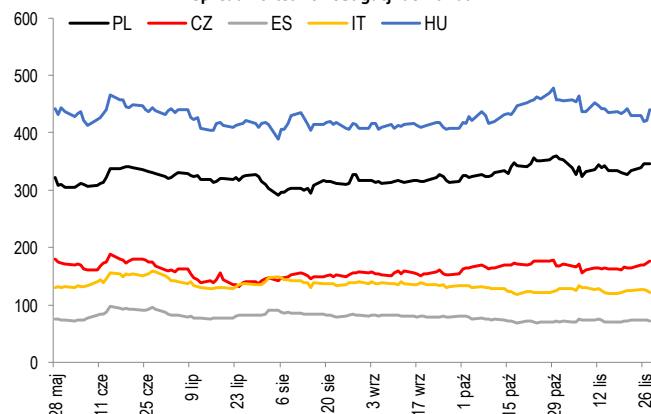
#### Retowności obligacji skarbowych



#### 3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



#### Spread 10-letnich obligacji do Bunda



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PIĄTEK (22 listopada)</b>							
08:00	DE	PKB WDA	III kw.	% r/r	-0,2	-	-0,3
09:30	DE	PMI przemysł	XI	pkt	43,0	-	43,2
09:30	DE	PMI usługi	XI	pkt	51,7	-	49,4
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	46,0	-	45,2
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	51,6	-	49,2
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	73,9	-	71,8
<b>PONIEDZIAŁEK (25 listopada)</b>							
10:00	DE	Ifo	XI	pkt	86,0	-	85,7
10:00	PL	Zatrudnienie	X	% r/r	-0,5	-0,6	-0,5
10:00	PL	Płace	X	% r/r	10,3	10,4	10,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	1,8	1,7	4,7
10:00	PL	PPI	X	% r/r	-5,7	-5,6	-5,2
<b>WTOREK (26 listopada)</b>							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	X	% r/r	0,7	1,1	1,3
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	X	% r/r	7,1	7,6	7,8
16:00	US	Conference Board Konsumenci	XI	pkt	112,0	-	111,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	-2,4	-	-17,3
20:00	US	Minutes FOMC	XI				
<b>ŚRODA (27 listopada)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	%	5,0	5,0	4,9
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	0,3	0,5	0,2
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	2,8	-	2,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	217	-	213
16:00	US	Wydatki osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,4
16:00	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,3	-	0,6
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	-2,0	-	2,0
16:00	US	Indeks cen PCE SA	X	% m/m	0,2	-	0,2
<b>CZWARTEK (28 listopada)</b>							
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	2,7	2,7	2,7
11:00	EZ	ESI	XI	pkt	95,2	-	95,8
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,5	-	-0,7
<b>PIĄTEK (29 listopada)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-0,5	-	-1,5
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,3	-	-
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	4,6	4,6	-
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	2,3	-	-

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

\* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl