

Codziennik

Czy jastrzębi piwot Glapińskiego ma poparcie w RPP?

Dziś listopadowy raport z rynku pracy USA

Prezes NBP: dyskusja o obniżkach stóp najwcześniej w październiku 2025 r.

Wnorowski: decyzja nt cen energii nie zmienia perspektyw dyskusji o obniżkach stóp

Umocnienie złotego, osłabienie rynku długu w reakcji na słowa prezesa NBP

Dzisiaj jedyną krajową publikacją będzie sprawozdanie z listopadowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Ponieważ wczoraj prezes NBP Adam Glapiński wyraźnie zmienił ton komunikacji, to dokument ten ma znaczenie jedynie archiwalne. Za granicą uwaga będzie skupiona przede wszystkim na danych o stanie rynku pracy w USA w listopadzie. Rynek oczekuje, że po zaskakująco słabych wynikach zatrudnienia poza rolnictwem w październiku, dane za listopad wskażą na jego wzrost o 200 tys. etatów. W USA zostanie też opublikowany grudniowy odczyt indeksu Michigan, mierzącego nastroje wśród konsumentów. Poza tym, w strefie euro ukaże się nowy szacunek wzrostu PKB w III kw., zawierający pierwsze informacje nt. jego głównych składowych. Rano pojawiły się dane nt. niemieckiej produkcji przemysłowej, która w październiku znów rozczarowała, spadając o 1% m/m.

Prezes NBP Adam Glapiński mocno zaskoczył inwestorów, rozpoczynając comiesięczną konferencję w bardzo jastrzębim tonie i deklarując, że po decyzji rządu o zamrożeniu cen energii do września 2025 r. rozpoczęcie w marcu dyskusji na temat obniżek stóp procentowych w Polsce nie jest już prawdopodobne i może się opóźnić mniej więcej do października 2025 roku. Co więcej, rozpoczęcie dyskusji nie oznacza jego zdaniem natychmiastowej decyzji w tej sprawie, w związku z czym najbliższa obniżka stóp procentowych może nastąpić dopiero w 2026 roku. Powodem zmiany stanowiska RPP jest wg Glapińskiego fakt, że według modeli banku centralnego inflacja może „gwałtownie wzrosnąć” w IV kw. 2025 r., po wygaśnięciu zamrożenia cen energii, więc formułowany przez niego wcześniej warunek trwałej konwergencji inflacji do celu w prognozach NBP nie zostanie spełniony. Jego zdaniem moment powrotu inflacji do oficjalnego celu jest opóźniony o około 6 miesięcy przez decyzję rządu w sprawie cen energii. Przekaz z konferencji prezesa NBP całkowicie rozminął się z oczekiwaniami rynku finansowego, który w ostatnim okresie, po serii słabych danych gospodarczych i wzroście pesymizmu dot. perspektyw gospodarczych dla Europy, nie tylko wyceniał rosnące prawdopodobieństwo pierwszej obniżki stóp w marcu, ale nawet w większej skali niż -25pb. My od dłuższego czasu utrzymywaliśmy opinię, że pierwsza obniżka stóp procentowych przez RPP może nastąpić w połowie 2025 r., najprawdopodobniej w lipcu, i nadal podtrzymujemy ten pogląd. Nadal zakładamy, że w skali całego 2025 r. możliwe są obniżki stóp o 100-125 pb. Więcej w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

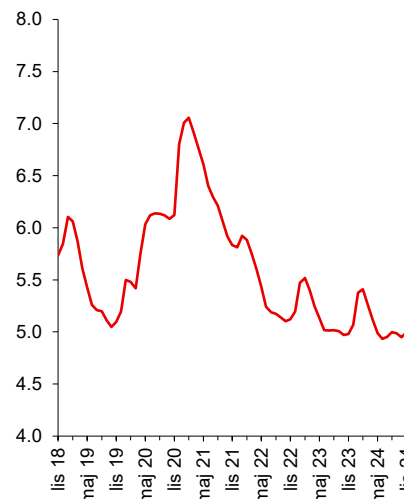
Co ciekawe, członek RPP Henryk Wnorowski powiedział dziś rano w wywiadzie dla Bloomberg, że jego zdaniem **odmrożenie cen prądu pod koniec 2025 r. nie zmienia perspektyw dyskusji o obniżce stóp procentowych**. To już kolejny raz, kiedy jastrzębi piwot w komunikacji prezesa Glapińskiego nie znajduje powszechnego poparcia w RPP (podobnie było z lipcową deklaracją o braku obniżek do 2026 r.). W efekcie, kolejne wypowiedzi członków Rady będą niezwykle ważne dla ustalenia konsensusu.

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 5,0% z 4,9% w październiku, wynika z szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej. Wzrost bezrobocia w tej skali jest zgodny z naszymi oczekiwaniami. Spodziewamy się, że w grudniu stopa bezrobocia może ponownie wzrosnąć o 0,1 pkt proc., a w I kw. przyszłego roku osiągnąć około 5,4%.

Złoty umocnił się w reakcji na konferencję prezesa Glapińskiego. Polska waluta zaczęła zyskiwać względem euro już na początku sesji, ale to nieoczekiwanie jastrzębia konferencja prezesa NBP była czynnikiem, który pozwolił jej zyskać najwięcej spośród walut regionu. W wyniku słów Glapińskiego o odłożeniu rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp procentowych do października EURPLN spadł z około 4,275 do 4,260 i ostatecznie zakończył sesję na 4,265, tj. około 0,3% poniżej kursu otwarcia. EURCZK zakończył sesję około 0,2% poniżej otwarcia, a EURHUF, pomimo trwającego większość sesji spadku, pod jej koniec znalazł się blisko swojego kursu otwarcia. Dzisiaj spodziewamy się stabilizacji kursu do publikacji danych z rynku pracy USA i w przypadku braku negatywnej niespodzianki z ich strony lekkie osłabienie złotego na sam koniec tygodnia, w reakcji na możliwe umocnienie dolara do euro.

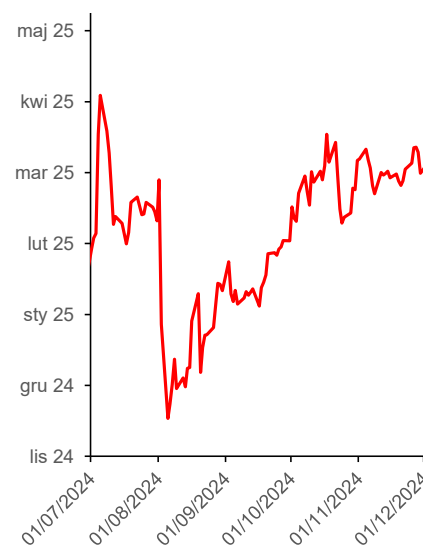
Krajowe rentowności i stopy rynku pieniężnego wzrosły z powodu zmniejszenia oczekiwanej skali luzowania polityki pieniężnej. Rentowności krajowych obligacji dwu- i pięcioletnich wzrosły o 10 pb, a rentowności obligacji dziesięcioletnich o około 8 pb. Stopy IRS wzrosły o 12-18 pb, bardziej na krótkim końcu krzywej, a stawki FRA zwiększyły się o 16-27 pb. Rynek mocno zrewidował swoją wycenę obniżek w 2025 r., a pierwsza obniżka przesunęła się na kwiecień. Wzrosty rentowności i stóp procentowych miały miejsce również na rynkach bazowych, ale ich skala była istotnie niższa niż w Polsce. Rentowności obligacji Niemiec zwiększyły się o 5-7 pb, a rentowności obligacji USA – o 3-5 pb.

Stopa bezrobocia rejestrowanego, %



Źródło: GUS, Santander

Moment pierwszej obniżki stóp o 25 punktów bazowych wg rynku FRA



Źródło: LSEG, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

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

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.2700	CZKPLN	0.1700
USDPLN	4.0386	HUFPLN*	1.0242
EURUSD	1.0568	RONPLN	0.8581
CHFPLN	4.5918	NOKPLN	0.3649
GBPPLN	5.1452	DKKPLN	0.5722
USDCNY	7.2596	SEKPLN	0.3713

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

05/12/2024

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.2573	4.2797	4.2775	4.2637	4.2695
USDPLN	4.0221	4.0666	4.0639	4.0335	4.0554
EURUSD	1.0520	1.0589	1.0526	1.0570	-

Rynek stopy procentowej

05/12/2024

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
PS1026 (2L)	5.15	13
DS1029 (5L)	5.35	14
DS1034 (10L)	5.72	12

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	5.59	18	4.46	2	2.26	1
2L	5.09	19	4.23	1	2.13	5
3L	4.84	18	4.12	0	2.09	5
4L	4.75	17	4.08	2	2.08	5
5L	4.73	17	4.02	0	2.07	4
8L	4.79	15	3.95	-1	2.10	4
10L	4.85	13	3.97	-1	2.12	4

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5.68	-4
T/N	5.77	1
SW	5.83	-1
1M	5.79	-2
3M	5.85	0
6M	5.77	-1
1Y	5.59	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	5.85	1
3x6	5.77	15
6x9	5.30	21
9x12	4.95	28
3x9	5.72	18
6x12	5.22	21

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

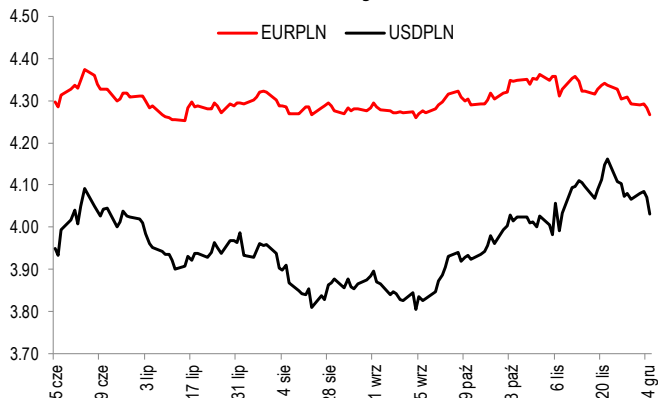
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	68	0	362	7
Francja	18	-2	78	-6
Węgry	128	0	448	-5
Hiszpania	34	0	65	-4
Włochy	25	0	109	-7
Portugalia	18	0	41	-5
Irlandia	12	0	30	-2
Niemcy	7	0	-	-

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

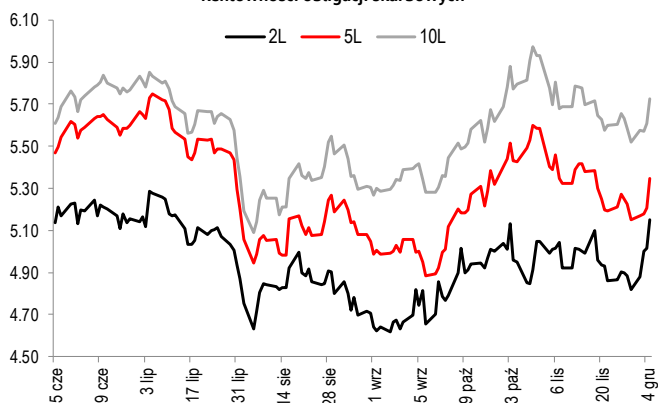
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: Refinitiv, Datastream

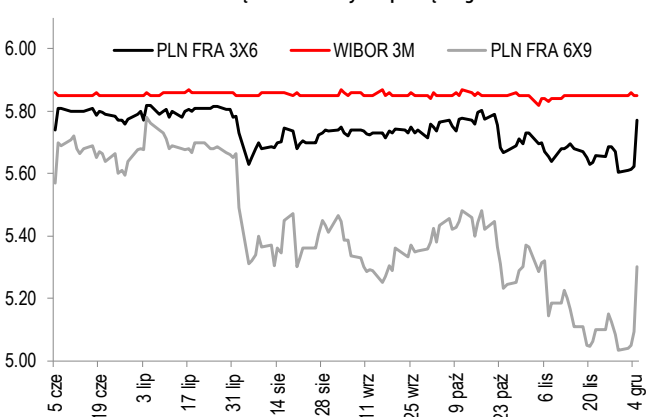
Kurs złotego



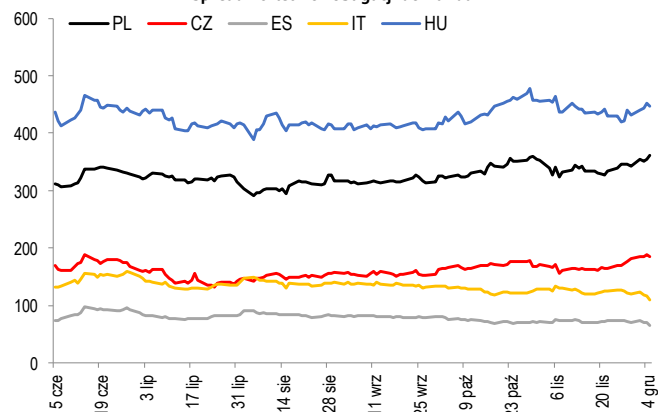
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bundów



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (29 listopada)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-0,5	-	-1,5
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,3	-	1,3
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	4,6	4,6	5,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	2,3	-	2,3
PONIEDZIAŁEK (2 grudnia)							
09:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	49,4	49,6	48,9
09:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	43,2	-	43,0
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	45,2	-	45,2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	6,3	-	6,3
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	47,6	-	48,4
WTOREK (3 grudnia)							
08:30	HU	PKB	III kw.	% r/r	-0,8	-	-0,8
ŚRODA (4 grudnia)							
	PL	Decyzja RPP	XII	%	5,75	5,75	5,75
02:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	52,4	-	51,5
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	49,4	-	49,3
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	49,2	-	49,5
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	165	-	146
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	-	-	0,3
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	55,5	-	52,1
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,3	-	0,2
CZWARTEK (5 grudnia)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-2,1	-	-1,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-	-	-0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	224
15:00	PL	Konferencja prezesa NBP					
PIĄTEK (6 grudnia)							
08:00	DE	Eksport	X	% m/m	-	-	-1,7
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	1,5	-	-2,5
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-5,6	-	-5,4
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	0,9	-	0,6
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	200	-	12
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	4,2	-	4,1
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	73,0	-	71,8

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