

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 listopada 2023

Stopy procentowe NBP bez zmian i „zapowiedź” dłuższej pauzy w obniżkach.

- Wbrew dominującym oczekiwaniom na obniżkę stóp NBP o 25 pkt. baz., podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia RPP](#) utrzymała niezmienione stopy procentowe. Jako uzasadnienie dla tej decyzji w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej prezesa NBP wskazano dotychczasową istotną skalę obniżek stóp oraz wyższe ryzyko dla prognoz inflacyjnych z tytułu niepewności decyzji administracyjnych (stawka VAT na żywność i ceny energii elektrycznej do stycznia 2024 r., podwyżki płać w sektorze publicznym).
- W kontekście perspektyw polityki pieniężnej prezes NBP powiedział, że nie jest możliwe obecnie wskazanie jak długa okaże się pauza w obniżkach stóp, jako bardzo mało prawdopodobny ocenił scenariusz ich podwyżek. Najbliższa tj. marcowa projekcja NBP uwzględniająca nowe informacje administracyjne i polityczne została wskazana przez prezesa NBP jako bardzo istotny czynnik dla kolejnych decyzji Rady.
- Przy okazji aktualizacji projekcji listopadowej NBP założył utrzymanie w 2024 r. zerowej stawki podatku VAT na żywność oraz zamrożonych cen energii elektrycznej. Przy tych założeniach NBP oczekuje spadku inflacji do 4,6% r/r w 2024 r. oraz do 3,7% r/r w 2025 r.
- Komunikacja RPP wpłynęła silnie na krajowy rynek stopy procentowej. Rentowności krajowych obligacji skarbowych wzrosły o 20 pkt. baz. na krótszym końcu krzywej, z kolei rentowności 10-latek wzrosły o 15 pkt. baz. Efekt zmian oczekiwań dot. krajowej polityki pieniężnej jeszcze lepiej oddają zmiany stawek IRS, tj. wzrost 2-letniej stawki o 37 pkt. baz. Stawki FRA w zależności od tenoru wzrosły o ok. 45 pkt. baz. Zmiany oczekiwań dot. polityki NBP wzmocniły także złotego, który w relacji do koszyka walut zyskał 0,5%. W relacji do euro kurs wzmocnił się do 4,42 PLN/EUR.
- Od wielu miesięcy wskazywaliśmy na decyzje administracyjne jako kluczowe dla perspektyw inflacji w 2024 r. i prawdopodobne czynniki ograniczające potencjał do obniżek stóp procentowych w dłuższym horyzoncie. Jednocześnie w ostatnim czasie wskazywaliśmy także na osłabienie dotychczasowego gołębiego stanowiska Rady. Zaskoczeniem dla nas było jedynie tempo oraz skala tego dostosowania – tj. brak podwyżki i jednoznaczna zmiana retoryki Rady już w listopadzie.
- Podobnie jak w miesiącach minionych trudno na podstawie wypowiedzi prezesa i członków Rady prognozować nową funkcję reakcji RPP, poza tym, że pozostanie ona zdecydowanie mniej „gołębia”. Tym samym zakładamy, że dalsze obniżki stóp procentowych będą wymagały spadku wskaźnika bieżącej inflacji w okolice / poniżej stopy referencyjnej NBP oraz utrzymania w horyzoncie projekcji (od marca w 2026) prognozy inflacji poniżej 3,5% r/r.
- Nasz scenariusz inflacyjny (który zakłada przywrócenie wyższych stawek VAT na żywność oraz wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

o 20% od stycznia 2024 r.) wskazuje, że przestrzeń do stopniowych obniżek stóp pojawi się dopiero w połowie 2024 r. Oczekujemy, że w II połowie roku stopy procentowe NBP zostaną obniżone o 50 pkt. baz. do 5,25% na koniec roku. Większej skali redukcji stóp NBP oczekujemy w 2025 r.

- Choć z punktu widzenia funkcji reakcji RPP niepewność prognoz stóp procentowych nieco obniżyła się (potwierdzenie mniej „gotębiego” stanowiska), to wciąż utrzymuje się wysokie ryzyko dla ścieżki stóp z uwagi na niepewność prognoz inflacyjnych. Dopiero pod koniec 2023 r. lub nawet na początku 2024 r. może rozstrzygnąć się kwestia decyzji administracyjnych, które będą miały bardzo silny wpływ na prognozowaną ścieżkę inflacji (VAT na żywność i ceny energii to ok. 1,5 pkt. proc. podwyższonej inflacji w 2024 r.). Z tego względu ryzyko dla prognozy ścieżki stóp procentowych w średnim okresie jest nadal wysokie. Wydaje się natomiast, że do publikacji marcowej projekcji inflacyjnej NBP prognoza stabilizacji stóp jest bardzo prawdopodobna.

- Na globalnym rynku w minionym tygodniu nie utrzymały się trendy z tygodnia wcześniejszego. Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły, w tym w USA o 9 pkt. baz. wzrosły rentowności 10-latek a o ponad 20 pkt. baz. wzrosły rentowności 2-latek, rentowności niemieckich obligacji na dłuższym końcu wzrosły o 7 pkt. baz. Na rynku walutowym dolar ponownie lekko zyskał na wartości (w ujęciu do koszyka walut wzmocnienie o 0,5%, wobec euro spadek kursu poniżej 1,07 USD/EUR).

- Jako powód tej korekty można wskazać ubiegłotygodniową wypowiedź prezesa Fed J. Powella, której wydźwięk był wyraźnie bardziej „jastrzębi” wobec wypowiedzi z konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC. Powell zaznaczył, że Fed nie jest przekonany, czy podjął już wszystkie działania i czy jego polityka jest wystarczająco restrykcyjna, by obniżyć inflację. Ponadto zgodnie z opublikowanymi w piątek danymi Uniwersytetu Michigan, na początku listopada wzrosły długookresowe oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych do 3,2% (poziomu najwyższego od 2011 r.).

- Z kolei jako niejednoznaczne można ocenić publikacje danych dot. październikowej dynamiki wynagrodzeń mierzonej przez Atlanta Fed (stabilizacja indeksów na poziomie 5,2% r/r) oraz wyniki ankiety banków dot. rynku kredytowego (zaostrenie warunków kredytowania, choć w mniejszej skali wobec minionych kwartałów, utrzymanie bardzo słabego popytu na kredyt).

- Dane dot. sytuacji w niemieckim przemyśle potwierdziły z kolei dotychczasowy obraz słabej sytuacji sektora, który zapewne do końca br. będzie kluczowym powodem recesji niemieckiej gospodarki.

- Z punktu widzenia perspektyw krótkookresowych polityki Fed oraz sytuacji rynkowej, to bieżący tydzień przyniesie publikacje ważniejszych danych, w tym przede wszystkim październikowy wskaźnik inflacji CPI w USA.

- Ponadto opublikowane ostaną dane dot. sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej weryfikujące słabsze perspektywy koniunktury wg wskaźników ISM. Istotne dla inwestorów mogą być także październikowe dane ze sfery realnej chińskiej gospodarki, przy z jednej strony dotychczasowych sygnałach słabej koniunktury, a z drugiej strony wyraźnej zmiany polityki gospodarczej nakierowanej na wzmocnienie aktywności.

- Na rynku krajowym w bieżącym tygodniu opublikowany zostanie szacunek *flash* wzrostu PKB w III kw. Oczekujemy wzrostu dynamiki PKB do +0,6% r/r z -0,6% w II kw., przy założeniu ograniczenia dotychczasowych spadków spożycia gospodarstw domowych. W trakcie tygodnia opublikowany zostanie także ostateczny szacunek październikowej inflacji CPI oraz wskaźnik inflacji bazowej.
- Trudno obecnie ocenić, jak silny i trwały wpływ na rynki finansowe będzie miała decyzja agencji ratingowej Moody's obniżająca do negatywnej perspektywy ratingu USA (utrzymanie oceny „AAA”). Decyzja agencji została ogłoszona w piątek późnym wieczorem, stąd w pełni inwestorzy na ten ruch zareagują zapewne dopiero dziś w trakcie dnia. Decyzja agencji może wpływać na większą niepewność rynkową przed zbliżającym się w połowie miesiąca osiągnięciem przez Departament Skarbu limitu zadłużenia i ryzykiem wstrzymania aktywności części sektora publicznego w USA (*shutdown*).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wzrost PKB w III kw. – szybki szacunek (14 listopada)

Prognozujemy, że w III kw. dynamika PKB powróciła do dodatniego poziomu +0,6% r/r wobec spadku o 0,6% r/r II kw.

Powodem wyraźnej poprawy wyniku PKB w III kw. jest oczekiwane przez nas ograniczenie spadku spożycia gospodarstw domowych. Na takie dane wskazują wyraźnie lepsze w III kw. dane dot. sprzedaży detalicznej. Ten obraz jest spójny z poprawą w połowie roku danych dot. realnych dochodów gospodarstw domowych (gł. dzięki obniżającej się inflacji), jak również mniejszego negatywnego wpływu (dla dynamiki rocznej) podwyższonej konsumpcji migrantów z Ukrainy (w trakcie III kw. stopniowy powrót części uchodźców).

W pozostałych kategoriach oczekujemy już mniejszych zmian. Szacujemy, że w III kw. utrzymała się mocna dynamika inwestycji, przy prawdopodobnych lepszych wynikach publicznych inwestycji infrastrukturalnych oraz mniejszych spadków nakładów na rynku mieszkaniowym (dane dot. produkcji budowlano-montażowej) oraz wciąż solidnych inwestycjach firm (Szybki Monitoring NBP). Sądzymy, że cały czas utrzymuje się istotnie pozytywny wpływ konieczności zakończenia w 2023 r. projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków Budżetu UE na I. 2014 – 2020.

Na podstawie badania NBP (Szybki Monitoring) zakładamy co prawda niższą, ale wciąż wyraźnie ujemną kontrybucję zapasów we wzrost PKB. Mniejsza ujemna kontrybucja zapasów wpływa natomiast na prognozę niższej dodatniej kontrybucji eksportu netto (negatywny wpływ na import) co ma mniejszy pozytywny wpływ netto na wzrost PKB.

		3q22	4q22	1q23	2q23	3q23P
PKB		4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,6
popyt krajowy		3,1	1,0	-4,8	-2,9	-0,3
konsumpcja prywatna	% r/r	2,9	1,0	-2,0	-2,8	0,0
spożycie publiczne		3,0	-6,2	-0,3	2,2	3,0
inwestycje		2,5	5,6	6,8	10,5	9,0
konsumpcja prywatna		1,6	0,5	-1,2	-1,7	0,0
spożycie publiczne	kontrybucja	0,5	-1,3	0,0	0,4	0,5
inwestycje	pkt. proc.	0,4	1,2	0,8	1,6	1,5
zapasy		0,4	0,4	-4,3	-3,2	-2,3
eksport netto		1,1	1,6	4,4	2,2	1,0
wartość dodana		4,4	3,1	0,9	0,8	1,6
przemysł	% r/r	7,8	3,7	-0,9	-1,7	-2,0
budownictwo		1,2	1,6	1,9	2,9	5,7
handel i naprawy		0,1	-3,7	-4,3	-6,7	0,4

Źródła: GUS, BOŚ Bank

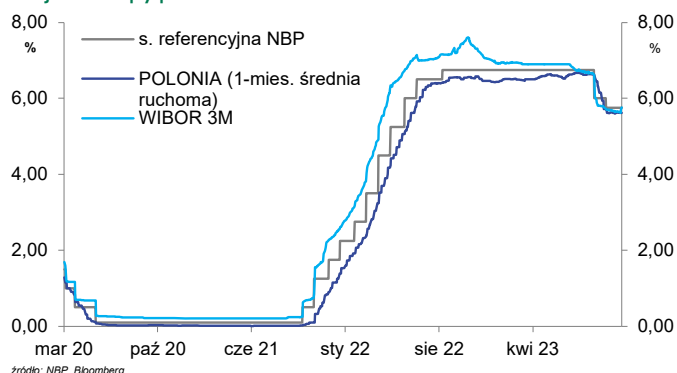
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 13 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	wrz	-0,202 mld EUR	0,125 mld EUR	0,795 mld EUR
wtorek 14 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	PKB (2. szacunek)	III kw.	-0,1% kw/kw	-0,1% kw/kw	-0,1% kw/kw
10:00	PL	PKB (wst.)	III kw.	-0,6% r/r	0,4% r/r	0,6% r/r
14:30	US	Inflacja CPI	paź	3,7% r/r	3,3% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	paź	4,1% r/r	4,1% r/r	-
środa 15 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	paź	4,5% r/r	4,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	paź	5,5% r/r	7,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty – paź	3,1 r/r	3,1% r/r	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	paź	6,5% r/r (wst.)	-	6,5% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	wrz	0,6% m/m	-0,8% m/m	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	paź	0,7% m/m	-0,3% m/m	-
czwartek 16 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	paź	8,4% r/r	7,9% r/r	7,9% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	paź	0,3% m/m	-0,4% m/m	-
piątek 17 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (ost.)	paź	2,9% r/r	2,9% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (ost.)	paź	4,2% r/r	4,2% r/r	-

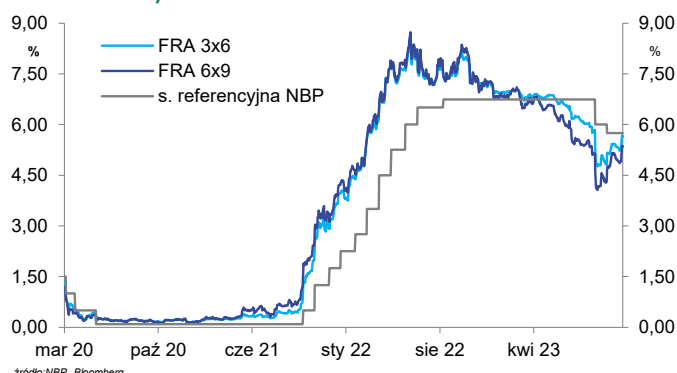
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

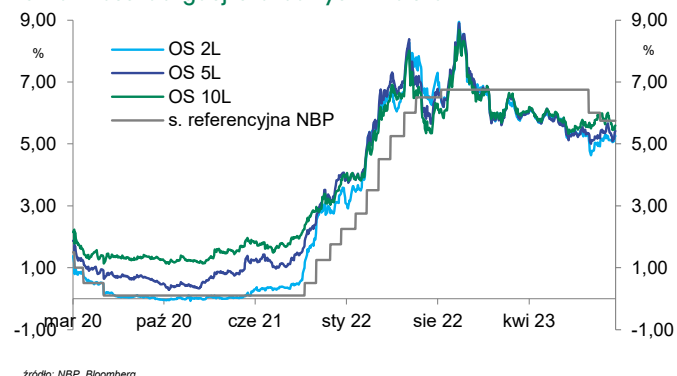
Krajowe stopy procentowe



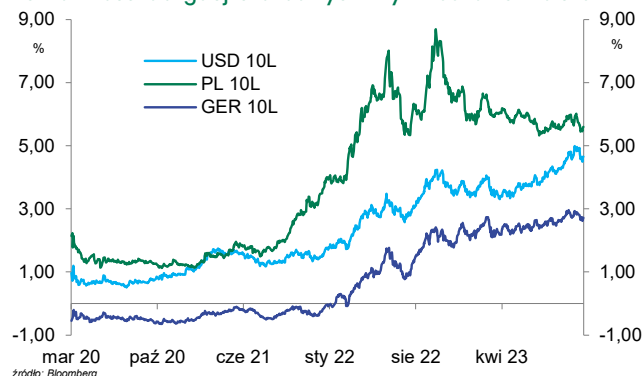
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



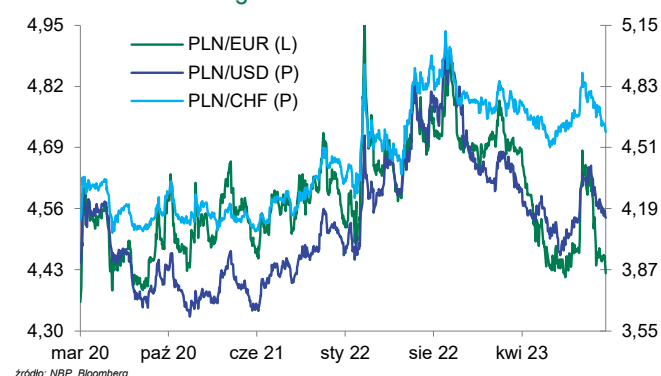
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



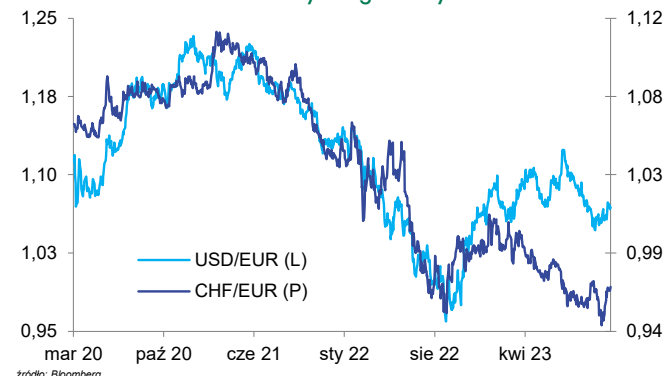
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



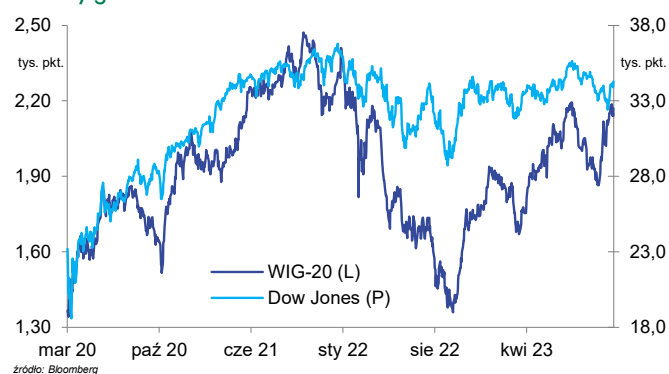
Notowania kursu złotego



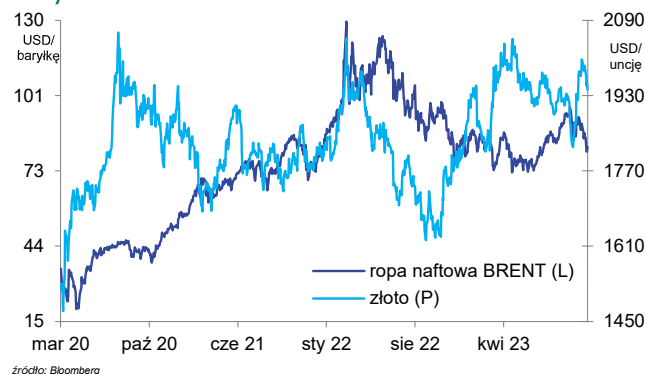
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

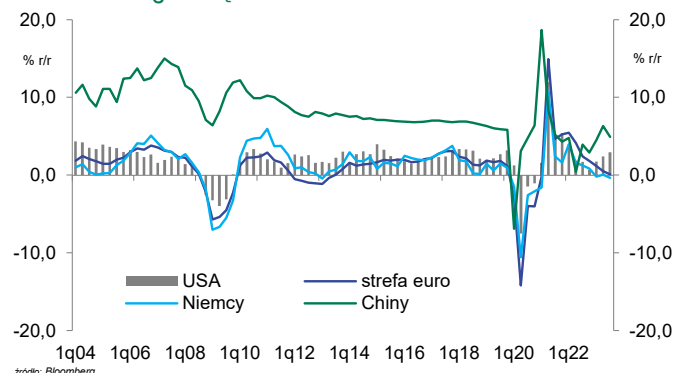


2023-11-13

Klauzula poufności: BOŚ jawne

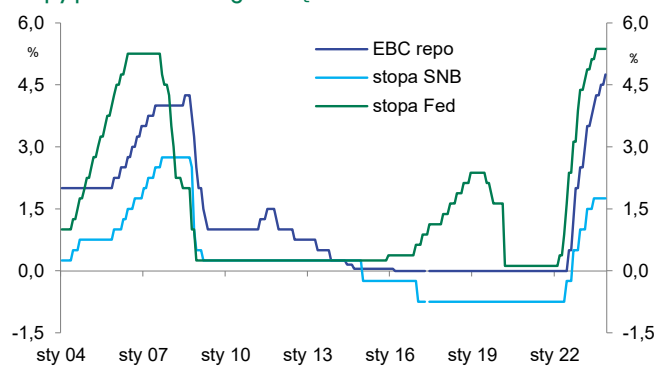
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



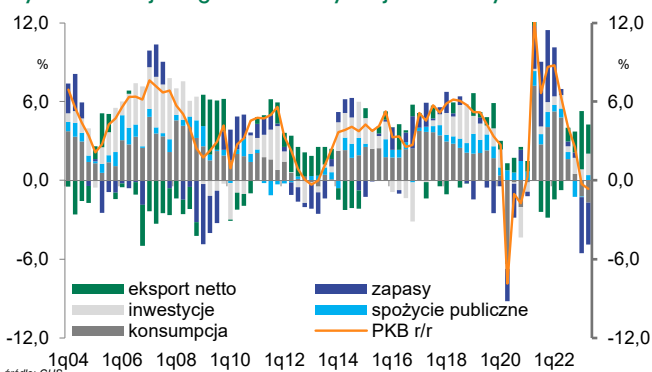
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



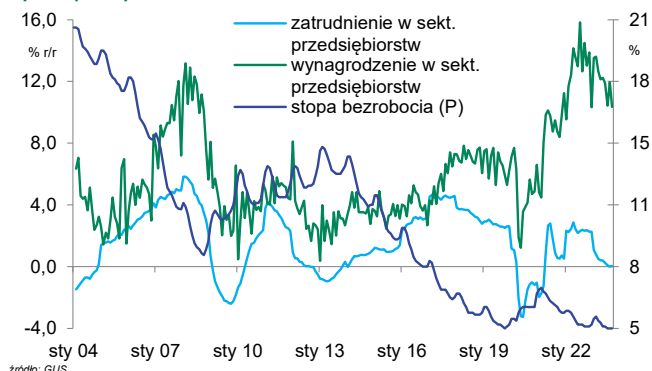
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



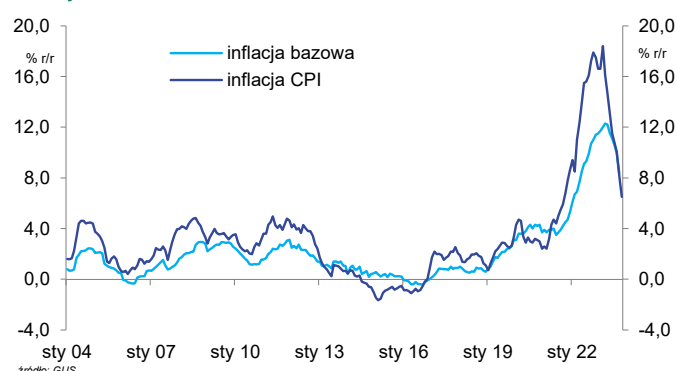
źródło: GUS

Rynek pracy



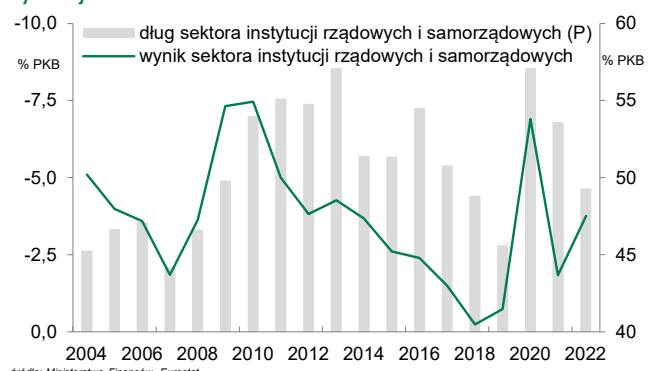
źródło: GUS

Inflacja



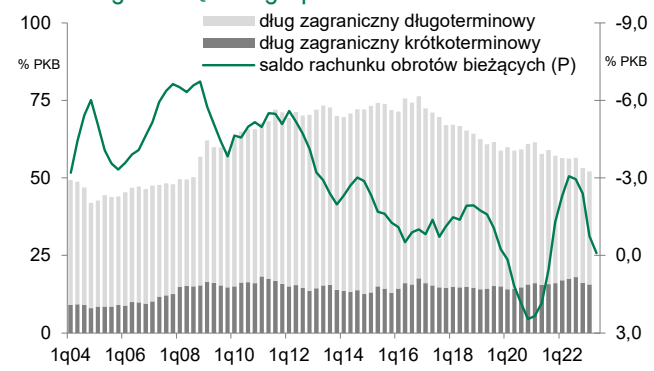
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2023	03.11.2023	10.11.2023	30.11.2023	31.12.2023	31.03.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,66	5,64	5,76	5,85	5,85	5,80
Obligacje skarbowe 2L	%	5,10	5,05	5,25	5,35	5,35	5,35
Obligacje skarbowe 5L	%	5,29	5,08	5,41	5,45	5,45	5,40
Obligacje skarbowe 10L	%	5,64	5,94	5,60	5,60	5,60	5,45
PLN/EUR	PLN	4,45	4,46	4,42	4,45	4,45	4,45
PLN/USD	PLN	4,17	4,19	4,14	4,20	4,20	4,18
PLN/CHF	PLN	4,62	4,63	4,59	4,64	4,64	4,64
USD/EUR	USD	1,06	1,07	1,07	1,06	1,06	1,07
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,93	4,57	4,65	4,60	4,50	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,80	2,64	2,71	2,65	2,60	2,50

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.

2023-11-13

Klauzula poufności: BOŚ jawne