

KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 listopada 2023

Słabsze dane z globalnej gospodarki i wyważony przekaz Fed. W bieżącym tygodniu posiedzenie RPP.

- Miniony tydzień przyniósł solidną poprawę globalnych nastrojów rynkowych oraz skokowy spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Te nastroje wsparł wyważony komentarz Fed osłabiający obawy przed dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej, ale przede wszystkim publikacje słabszych danych ze sfery realnej, w tym z USA. Paradoksalna poprawa nastrojów w reakcji na słabsze dane wynika ze wzrostu prawdopodobieństwa, że dotychczasowe zacieśnienie polityki pieniężnej będzie w średnim okresie osłabiać aktywność i obniżać inflację, co z kolei zmniejszy potrzebę kolejnych podwyżek stóp i ograniczy ryzyko nadmiernego zacieśnienia polityki monetarnej.
- W minionym tygodniu zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [komitet FOMC](#) utrzymał niezmienną stopę procentową, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 5,25% – 5,50%. Bez zmian utrzymane zostały także zapisy komunikatu dot. perspektyw polityki pieniężnej. Choć w trakcie konferencji prasowej prezes Powell jednoznacznie wskazywał, że opcja kolejnej podwyżki stóp w grudniu jest aktualna, to jego wyważone komentarze dot. prawdopodobieństwa dalszego zacieśnienia, jak również ocena sytuacji gospodarczej (m.in. dot. dostosowań podaży na rynku pracy oraz dotychczasowego spadku inflacji pomimo ograniczonej skali zmian sytuacji w sferze realnej) zostały przez rynki odebrane jako „gołębie”.
- Wpływ tego przekazu na sytuację rynkową wsparła piątkowa publikacja danych z rynku pracy w USA. W październiku liczba nowych miejsc pracy wzrosła o 150 tys., poniżej prognoz rynkowych (180 tys.) oraz wyraźnie poniżej wyniku wrześniowego (297 tys.). Ponadto o ponad 100 tys. skorygowano w dół szacunek liczby nowych etatów w okresie sierpień – wrzesień. Choć dynamika wynagrodzeń okazała się minimalnie wyższa wobec oczekiwań (4,1% r/r), to uwaga rynkowa w większym stopniu skupiła się na utrzymaniu trendu spadkowego dynamiki płac z poprzednich miesięcy, pomimo dotąd solidnego popytu na pracę.
- Choć wskaźniki koniunktury ISM mają zdecydowanie mniejszy wpływ na politykę pieniężną, to w kontekście globalnego osłabienia aktywności oraz publikacji danych z rynku pracy, wsparły ocenę hamowania aktywności. W październiku indeks ISM koniunktury w przemyśle USA obniżył się do 46,7 pkt. a usług do 51,8 pkt.
- Wyraźnie słabsze odczyty koniunktury odnotowano w październiku także w Chinach. Wskaźniki dla przemysłu obniżyły się ponownie poniżej 50 pkt. baz., wskaźniki dla usług do lekko powyżej tego poziomu. Tym samym, po lepszym wyniku PKB w Chinach w III kw. oraz sygnałach większej skali wsparcia polityki gospodarczej (w tym luzowania polityki fiskalnej na poziomie centralnym), październikowe wskaźniki koniunktury wskazują na wciąż wysoką niepewność dot. perspektyw chińskiej gospodarki.

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

- Słabsze dane płynęły także z gospodarek europejskich. Według wstępnego szacunku w III kw. PKB w strefie euro lekko obniżył się ($-0,1\%$ kw/kw) wobec prognoz stabilizacji PKB. Taki wynik w połączeniu z wcześniejszą publikacją bardzo słabych październikowych wskaźników koniunktury potwierdza ryzyko technicznej recesji w strefie euro w II poł. 2023 r.
- Kumulacja publikacji danych makroekonomicznych oraz wyważonej retoryki FOMC przełożyła się na skokowy spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej. Rentowności 10-latek w USA obniżyły się o 26 pkt. baz. w USA (do 4,57%) a w Niemczech o 19 pkt. baz. (do 2,64%).
- Spadek rynkowych stóp procentowy wsparły rynki akcji. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o ponad 5,0%, w tym w USA o blisko 6,0%, w strefie euro o ponad 4%, a w grupie rynków wschodzących o ponad 2,0%. Spadek globalnej awersji do ryzyka oraz ograniczenie oczekiwań dot. podwyżek stóp Fed osłabiły notowania dolara (o ponad 1,0% w skali tygodnia w relacji do koszyka walut). Kurs dolara wobec euro osłabł się do ponad 1,07 USD/EUR.
- Sytuacja globalna pozytywnie wpłynęła także na krajowe aktywa finansowe. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się aż o 30 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich (poniżej 5,50%) i o 7 pkt. baz. w przypadku 2-latek. Indeks WIG zyskał w minionym tygodniu ponad 3,0%. Kurs złotego w relacji do koszyka walut wzmacnił się o 0,5%, głównie w relacji do słabnącego dolara. W relacji do euro kurs wzmacnił się minimalnie generalnie wahając się wokół 4,45 PLN/EUR.
- Październikowa [inflacja CPI](#) w Polsce, zgodnie z publikacją szacunku *flash*, obniżyła się skokowo do 6,5% r/r (minimalnie poniżej oczekiwań). Także struktura danych nie zaskoczyła istotnie. Bardzo wysokie bazy odniesienia przy stabilniejszej bieżącej sytuacji przełożyły się na skokowe spadki rocznego wskaźnika cen żywności i nośników energii oraz – w mniejszym stopniu – inflacji bazowej. Dodatkowo spadek inflacji wsparły utrzymujące się w pierwszej połowie miesiąca bardzo niskie ceny paliw (efekt obniżek cen na stacjach PKN Orlen).
- Kolejny skokowy spadek bieżącej inflacji CPI powinien wesprzeć decyzję o redukcji stóp NBP podczas posiedzenia Rady w tygodniu bieżącym. Oczekujemy, że RPP obniży stopy o 25 pkt. baz. do 5,50% dla stopy referencyjnej NBP. Wydaje się jednak, że od samej listopadowej decyzji ważniejsza będzie komunikacja RPP nt. perspektyw polityki monetarnej, przede wszystkim podczas czwartkowej konferencji prasowej prezesa NBP.
- Według naszych prognoz od listopada trend spadkowy inflacji wyhamuje. Jednocześnie utrzymująca się niepewność dot. decyzji administracyjnych (stawka VAT na żywność, ceny energii elektrycznej) przekłada się na wysokie ryzyko dla prognoz inflacji z początkiem 2024 r. Więcej informacji nt. perspektyw inflacyjnych z punktu widzenia NBP przyniesie listopadowa projekcja NBP, niemniej kluczowy będzie wydzźwięk retoryki prezesa NBP na ile w jego ocenie zmieniły się perspektywy inflacji i tym samym potencjał do dalszego rozluźniania polityki monetarnej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7–8 listopada)

Przewidujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 5,50%. Oczekujemy, że zgodnie z dotychczasowym schematem działania RPP przestanką dla decyzji RPP będzie kontynuacja wyraźnego spadku bieżącej inflacji w październiku o 1,7 pkt. proc. do 6,5%. Dla RPP ważnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji o poziomie stóp procentowych będzie też projekcja makroekonomiczna NBP, z którą Rada zapozna się podczas najbliższego posiedzenia RPP. Jej wyniki mogą nie być jednoznacznym wsparciem dla decyzji o obniżce stóp w listopadzie. Z jednej strony zakładane przez nas uwzględnienie przez NBP podwyższenia VAT na żywność z początkiem 2024 r. i wzrostu opłat za energię elektryczną i gaz (zgodnie z zasadą uwzględniania czynników wpływających na prognozowaną ścieżkę inflacji i PKB zgodnie z aktualnym stanem prawnym) oraz uwzględnienie dotychczasowej skali obniżek stóp NBP (100 pkt. baz.) może podwyższyć prognozę inflacji w projekcji. Z drugiej strony ewentualne wydłużenie perspektywy projekcji o kolejny rok do 2026 r. (tak jak to miało miejsce przed rokiem, kiedy już w listopadowej projekcji wydłużono perspektywę projekcji do 2025 r.) może wskazać na zbliżenie się wskaźnika inflacji w perspektywie projekcji do celu inflacyjnego NBP. W związku z powyższym, jeśli RPP (inaczej niż dotychczas) przypisze większą wagę prognozowanej inflacji (szczególnie w perspektywie 2024 r.) vs. bieżącemu spadkowi inflacji, to może poskutkować to decyzją o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian, wbrew powszechnym oczekiwaniom na obniżkę stóp. Takiemu scenariuszowi przypisujemy niskie prawdopodobieństwo, niemniej nie można go całkowicie wykluczyć.

Jednocześnie bardzo istotnym z punktu widzenia kolejnych decyzji RPP będzie czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP (g. 15.00). Podczas tej konferencji prezes NBP zapewne przedstawi ocenę RPP dot. perspektyw inflacyjnych, jak i ocenę sytuacji gospodarczej, w tym oczekiwanej kombinacji polityki monetarnej i fiskalnej (*policy mix*) m.in. w kontekście oczekiwanej zmiany rządu po październikowych wyborach parlamentarnych.

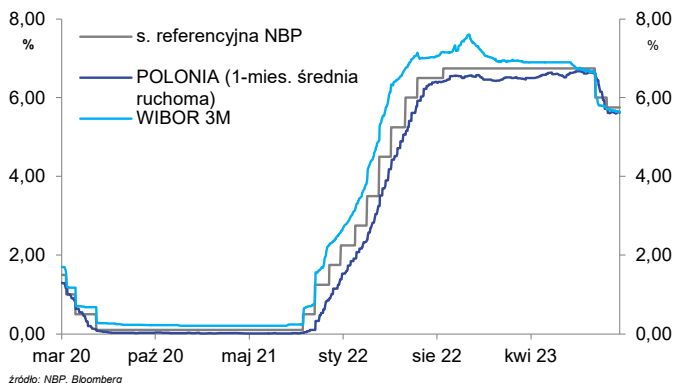
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 7 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	wrz	-0,2% m/m	-0,1% m/m	-
środa 8 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	wrz	-1,2% m/m	-0,3% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	lis	5,75%	5,50%	5,50%
czwartek 9 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI	paź	0,0% r/r	-0,1% r/r	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	paź	-	-	-
poniedziałek 13 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	wrz	-202 mln EUR	125 mln EUR	795 mln EUR

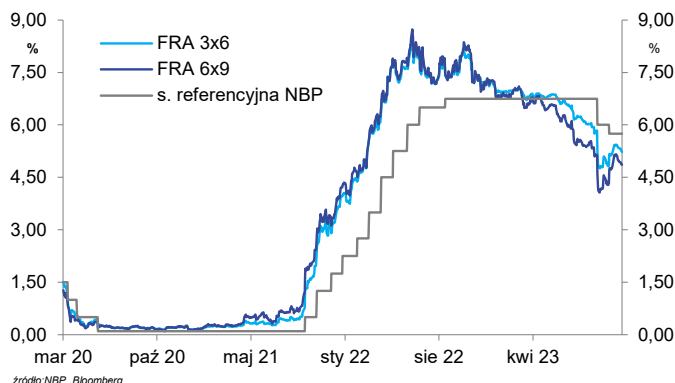
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

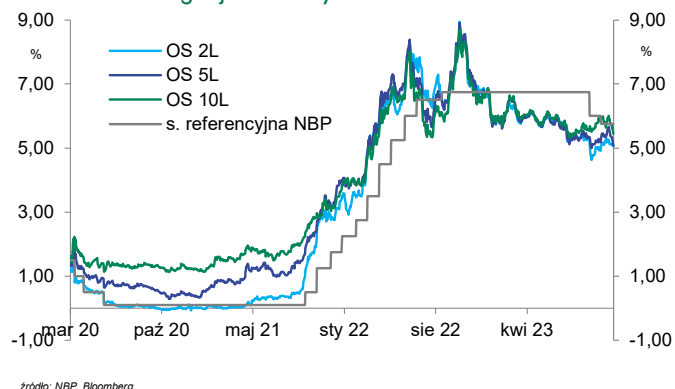
Krajowe stopy procentowe



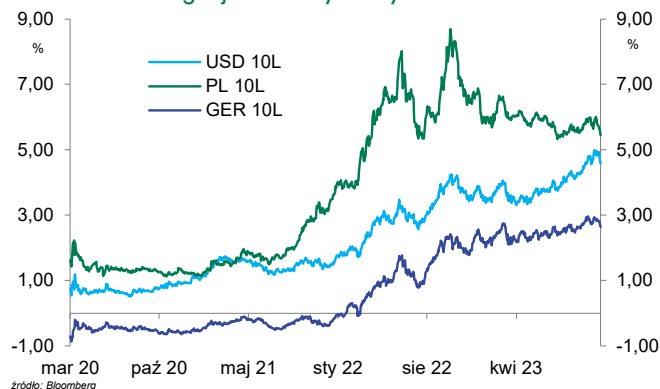
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



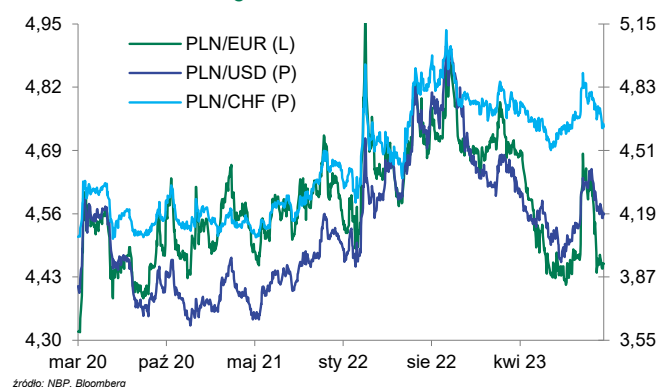
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



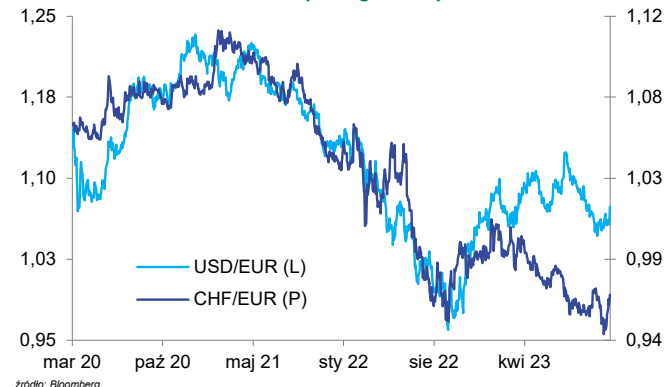
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



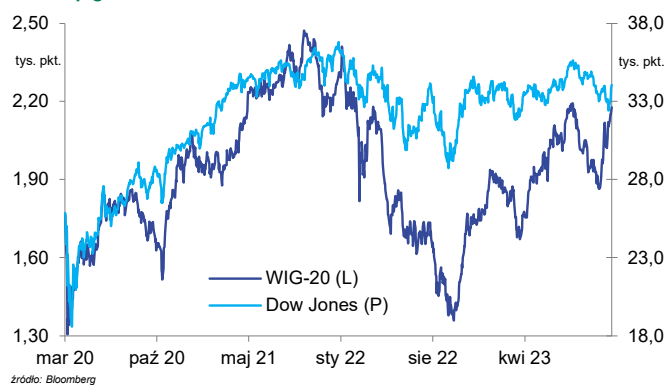
Notowania kursu złotego



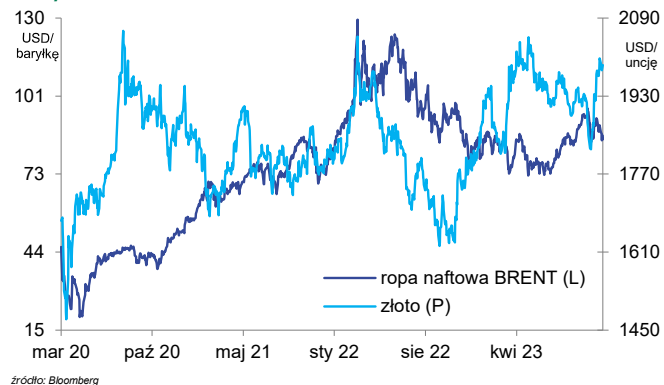
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

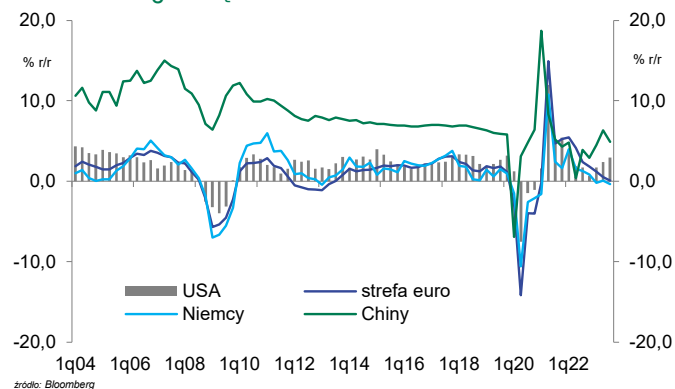


Ceny surowców

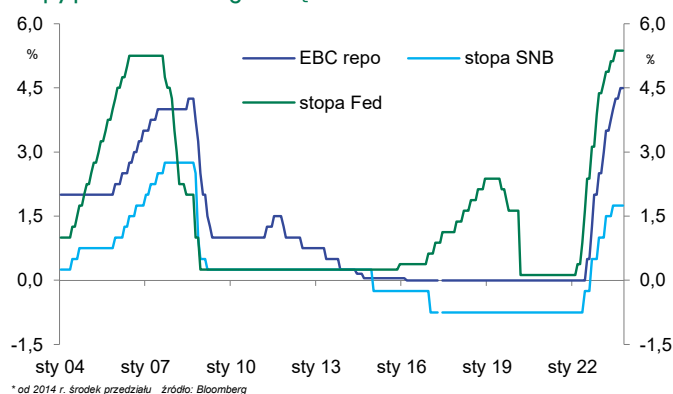


Sfera realna

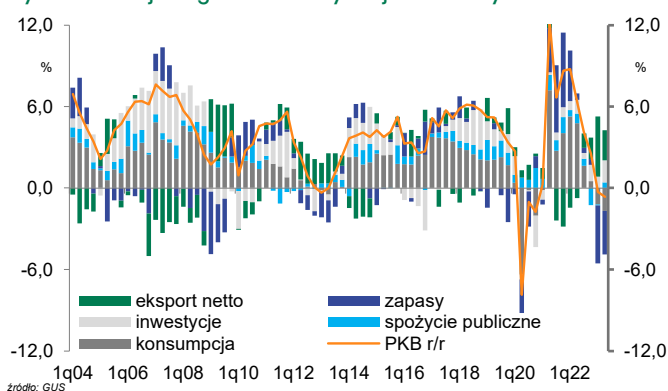
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



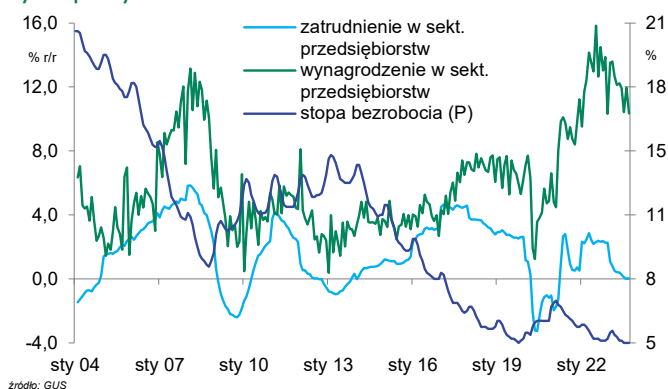
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



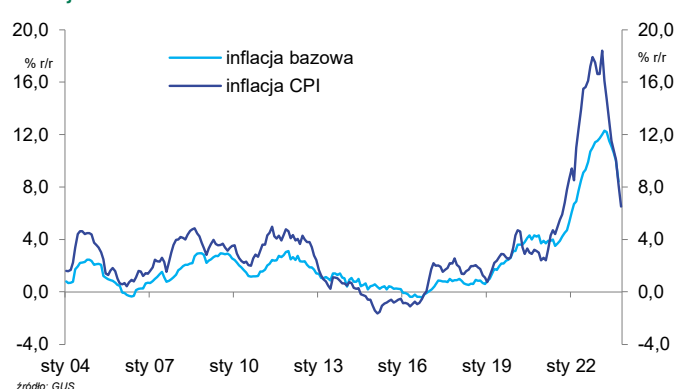
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



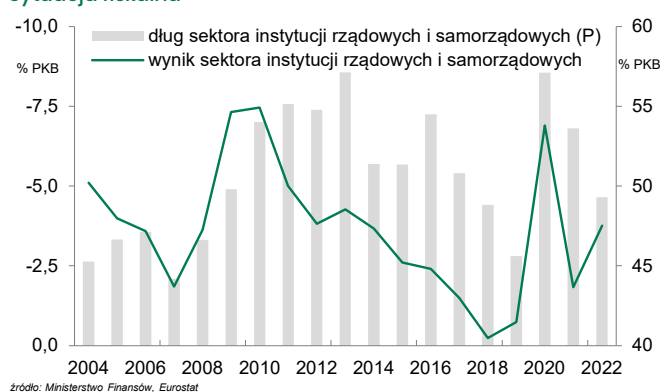
Rynek pracy



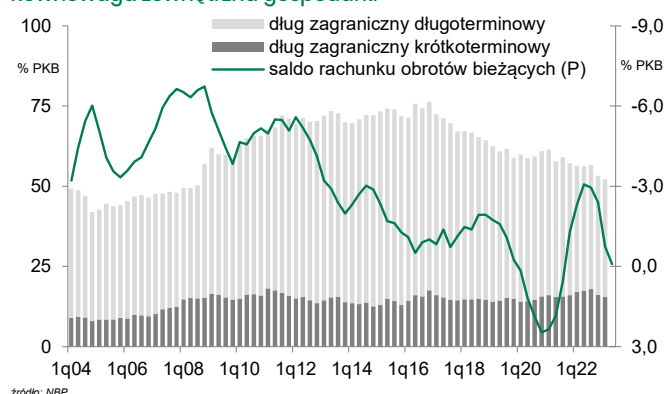
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2023	27.10.2023	03.11.2023	30.11.2023	31.12.2023	31.03.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	5,50
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,00
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	4,50
WIBOR 3M	%	5,66	5,65	5,64	5,60	5,55	5,05
Obligacje skarbowe 2L	%	5,10	5,13	5,05	5,10	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,29	5,36	5,08	5,20	5,20	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,64	5,94	5,44	5,60	5,60	5,45
PLN/EUR	PLN	4,45	4,46	4,46	4,45	4,45	4,45
PLN/USD	PLN	4,17	4,23	4,19	4,16	4,16	4,16
PLN/CHF	PLN	4,62	4,69	4,63	4,64	4,64	4,64
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,07	1,07	1,07	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
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,93	4,84	4,57	4,60	4,50	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,80	2,83	2,64	2,70	2,60	2,45

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.