

Codziennik

Projekcja NBP nie daje miejsca na obniżki stóp

Dzisiaj bilans płatniczy Polski we wrześniu, pierwsze posiedzenie parlamentu
Szczegóły nowej projekcji NBP, umowa koalicyjna partii z większością parlamentarną podpisana
Mocniejszy złoty, wzrosty rentowności i wystromienie krzywej swap

Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. struktury bilansu płatniczego Polski we wrześniu. Spodziewamy się, że wskażą one na lekki spadek na rachunku obrotów bieżących, z -202 mln € do -314 mln €, w konsekwencji trochę niższego, choć wciąż dodatniego salda handlu towarowego. Dziś po raz pierwszy zbierze się nowo wybrany parlament i wybierze marszałków obu izb.

Z opublikowanego w piątek Raportu o Inflacji wynika, że rewizja ścieżki PKB prognozowanej przez NBP na lata 2024-2025 (z 2,4% r/r w 2024 r. i 3,3% r/r w 2025 r. do odpowiednio 2,9% r/r i 3,5% r/r) stanowiła efekt niższego poziomu stóp procentowych i większego spożycia publicznego szacowanego w Ustawie Budżetowej na 2024 r., podczas gdy korekta w dół prognozy na bieżący rok (z 0,6% r/r do 0,3% r/r) wynikała z mocniejszego od oczekiwań dostosowania zapasów i słabszej koniunktury u naszych zachodnich partnerów handlowych. W rezultacie podwyższenia prognozy inflacji na 2025 r., przedstawiona w projekcji centralna ścieżka inflacji nie przekracza w IV kw. 2025 r. górnego pasma celu inflacyjnego (jak to miało miejsce w projekcji z lipca), zamiast tego znajdując się dokładnie na jego granicy. Jako ryzyka dla projekcji wymieniono niepewność co do kształtu polityki fiskalnej i regulacyjnej przyszłego rządu (przede wszystkim w związku z ew. przedłużeniem zamrożenia cen energii) i co do aktywności gospodarczej za granicą. Widzimy ryzyko, że marcowa projekcja będzie w zakresie CPI podniesiona o efekt ewentualnego niepętnego zamrożenia cen prądu, gazu czy utrzymania zerowej stawki VAT na żywność – i jako taka będzie zapewne zniechęcać RPP do powrotu do obniżek stóp.

Według **minutes z październikowego posiedzenia RPP** obniżenie stóp procentowych o 25 pb (stopa referencyjna do 5,75%) wynikało z oceny większości członków Rady, że napływające dane potwierdzają ograniczenie presji inflacyjnej, co – biorąc pod uwagę opóźnienie w transmisji polityki monetarnej – warunkowało dostosowanie stóp procentowych. Niektórzy członkowie RPP wyrazili opinię, że z powodu niepewności dotyczącej ożywienia gospodarczego i dalszego spadku inflacji właściwsze byłoby utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Podczas posiedzenia pojawiła się również opinia, że poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

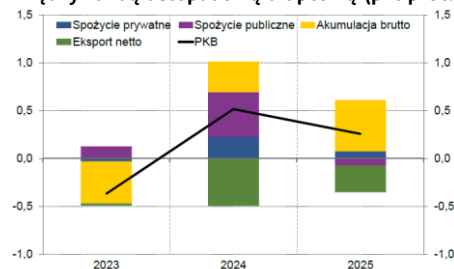
Wg umowy koalicyjnej między KO, 3D i Lewicą podpisaną w piątek akty prawne dotyczące podwyżek płac w sektorze publicznym mają być przedstawione w ciągu pierwszych 100 dni rządów. Co do innych działań w zakresie polityki gospodarczej w umowie nie było zbyt wiele konkretów – nie wspomniano m.in. o przedłużeniu tarcz antyinflacyjnych czy podwyższeniu kwoty wolnej od podatku (co nie oznacza jeszcze, że nowy rząd nie będzie tego rozważał). Zapis nt. co najmniej sześciomiesięcznego vacatio legis w kwestiach podatkowych podpowiada, że np. ewentualna zmiana kwoty wolnej nie powinna wejść w życie szybciej niż w połowie 2024 r. Umowa odniosła się też do potrzeby zwiększenia transparentności finansów publicznych i zapowiada zmiany w zasadach naliczania składki na ZUS i NFZ. Ogólny charakter dokumentu nie pozwala na razie na dokładną ocenę nt. tego jakie zmiany w finansach publicznych przyniesie rząd koalicyjny.

Agencja Fitch potwierdziła rating Polski na poziomie "A-" z perspektywą stabilną. Według agencji takie czynniki jak zdywersyfikowana gospodarka i niższy poziom długu od krajów z tego samego koszyka ratingowego równoważą niższe poziomy wskaźników governance i dochodów od państw z medianowego koszyka z ratingiem na poziomie A, a także większą zmienność inflacji. Fitch zwrócił uwagę na mało ostrożną politykę fiskalną od czasu pandemii oraz na to w jaki sposób wzajemne oddziaływanie polityki fiskalnej i pieniężnej może wspierać wysiłki na rzecz celu inflacyjnego w kontekście wpływu przedwyborczych obniżek stóp.

Mocniejszy złoty. Na piątkowej sesji doszło do niewielkiego umocnienia złotego wobec euro o ok. 0,3% do ok. 4,424. W nieco większym stopniu zyskiwał węgierski forint o ok. 0,8% do 375,9, tj. najmniejszego poziomu od lipca. Kurs czeskiej korony był dość stabilny. Waluty regionu zachowywały się dobrze podobnie jak waluty krajów Ameryki Południowej, a korzystnie na waluty Europy Środkowej mogło wpływać lekkie umocnienie euro do dolara. Poza tym korzystnie na złotego wpływa zamiana retoryki RPP na bardziej jastrzębią z perspektywą na brak zmian stóp procentowych NBP przez dłuższy czas oraz na wypłatę środków unijnych. Ten ostatni czynnik może też strukturalnie korzystnie wpływać na forinta. Sądzymy, że złoty może wkrótce testować 4,40, a kurs EURPLN może zejść poniżej tego poziomu na dłużę.

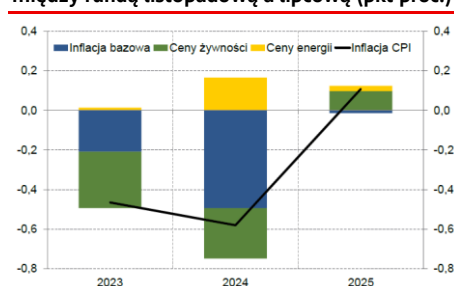
Rynek stopy procentowej: Na krajowym rynku stopy procentowej doszło do dalszego wzrostu stawek, w tym szczególnie w przypadku 5- i 10-letnich stawek IRS. W rezultacie doszło do wystromienia krzywej swap. Wzrosty rentowności długoterminowych były mniejsze, więc doszło do dalszego zawężenia spreadów kredytowych asset swap. Jednocześnie rosty rentowności niemieckich Bundów, więc zawężał się spread krajowych obligacji do niemieckich przy stabilizacji rentowności amerykańskiego długu. W tym tygodniu zachowanie krajowego rynku stopy będzie zależało od układu danych nt. inflacji i wzrostu w strefie euro i USA oraz skali zaniepokojenia rynków zbliżającym się terminem potencjalnego paraliżu rządowego w USA (Moody's obniżył perspektywę ratingu USA do negatywnej). Poza tym wydaje nam się, że krajowy rynek stopy powinien jeszcze zredukować wycenę obniżek stóp przez RPP w kolejnych kwartałach, co może stworzyć presję w górę na krótkim końcu krzywej swapowej.

Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: NBP, Santander

Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: NBP, Santander

Projekcja NBP

	Wzrost PKB, % r/r		Inflacja CPI, % r/r	
	Lis 23	Lip 23	Lis 23	Lip 23
2023	0,3 (±0.35)	0,55 (±0.75)	11,4 (±0.1)	11,90 (±0.80)
2024	2,9 (±0.95)	2,35 (±0.95)	4,6 (±1.5)	5,25 (±1.55)
2025	3,5 (±1.15)	3,25 (±1.15)	3,7 (±1.55)	3,6 (±1.5)

Źródło: NBP, Santander

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

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
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.4263	CZKPLN	0.1797
USDPLN	4.1383	HUFPLN*	1.1601
EURUSD	1.0696	RUBPLN	0.0449
CHFPLN	4.5898	NOKPLN	0.3714
GBPPLN	5.0534	DKKPLN	0.5923
USDCNY	7.2966	SEKPLN	0.3791

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX 10.11.2023

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.4144	4.4380	4.4351	4.4244	4.4227
USDPLN	4.1290	4.1617	4.1581	4.1459	4.1423
EURUSD	1.0654	1.0692	1.0667	1.0667	-

Rynek stopy procentowej 10.11.2023

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark	%	Zmiana (pb)
(termin)		
DS0725 (2L)	5.35	1
WS0428 (5L)	5.47	5
DS1033 (10L)	5.67	8

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	5.55	-1	5.62	0	3.89	1
2L	5.14	3	5.15	1	3.57	4
3L	4.93	5	4.87	2	3.34	5
4L	4.83	7	4.67	2	3.23	6
5L	4.79	6	4.64	1	3.18	6
8L	4.86	6	4.54	0	3.16	6
10L	4.94	7	4.54	-1	3.19	5

Stawka WIRON

	%	Zmiana (pb)
WIRON	5.00	35

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5.50	-18
T/N	5.81	0
SW	5.83	4
1M	5.82	-2
3M	5.76	3
6M	5.75	8
1Y	5.66	4

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	5.76	3
3x6	5.62	-3
6x9	5.33	-2
9x12	5.01	-1
3x9	5.60	1
6x12	5.29	-1

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

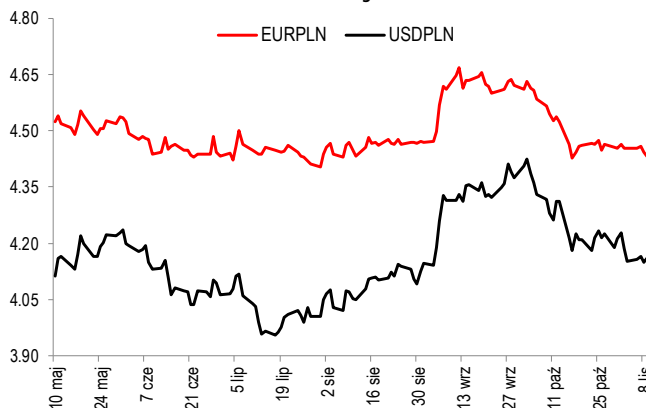
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	66	0	296	2
Francja	13	0	58	0
Węgry	152	0	450	-9
Hiszpania	53	0	105	0
Włochy	47	0	186	0
Portugalia	39	-1	69	-6
Irlandia	20	0	42	1
Niemcy	15	-1	-	-

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

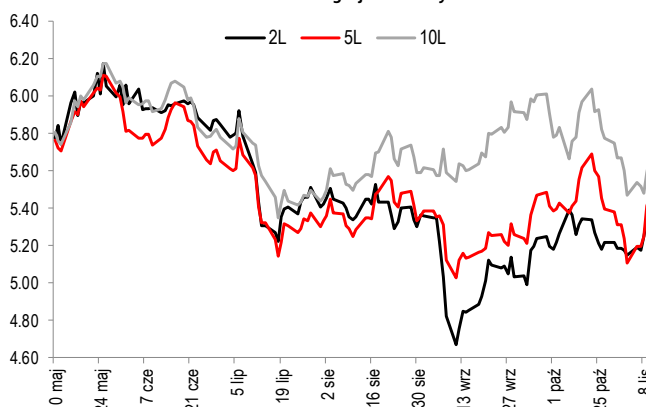
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: Refinitiv, Datastream

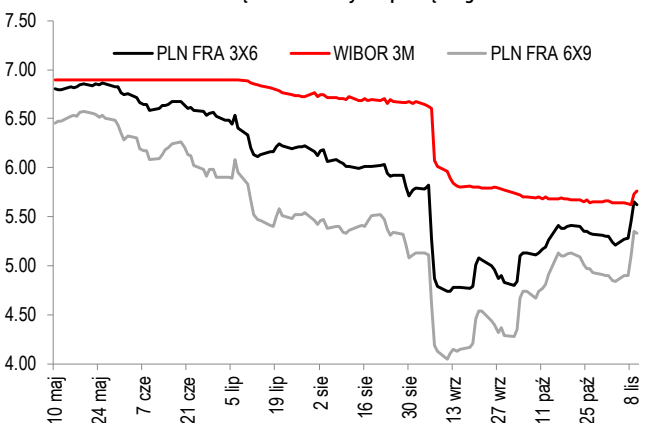
Kurs złotego



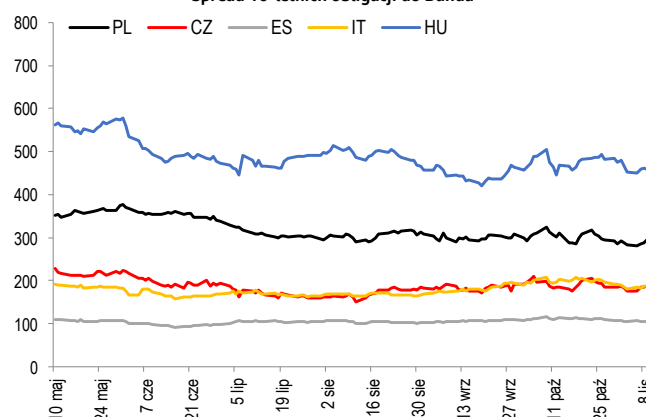
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (10 listopada)							
08:30	HU	Inflacja	X	% r/r	10,4	-	9,9
09:00	CZ	Inflacja	X	% r/r	8,4	-	8,5
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	63,5	-	60,4
PONIEDZIAŁEK (13 listopada)							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	125	-314	-202
14:00	PL	Bilans handlowy	IX	mln €	-	383	491
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	-	27 592	25 704
14:00	PL	Import	IX	mln €	-	27 209	25 213
WTOREK (14 listopada)							
08:30	HU	PKB	III kw.	% r/r	-	-	-2,4
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	0,4	0,6	-0,6
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-	-	0,1
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	-	-	-79,9
14:30	US	Inflacja	X	% m/m	0,1	-	0,4
ŚRODA (15 listopada)							
	PL	Wynik budżetu skumulowany	X	mln PLN	-	-	-34 694
10:00	PL	Inflacja	X	% r/r	6,5	6,5	8,2
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-	-	0,6
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-0,3	-	0,7
CZWARTEK (16 listopada)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	7,9	8,0	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	219	-	217
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	-0,3	-	0,3
PIĄTEK (17 listopada)							
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	-	-	2,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	% m/m	-1,0	-	7,0

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