

Tygodnik ING

Umocnienie dolara raczej nietrwałe. W kraju przedwyborcze obietnice i ciągle uporczywa inflacja bazowa .

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

15 maja 2023



Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze [@ING_EconomicsPL](https://twitter.com/ING_EconomicsPL)



W skrócie

- W ubiegłym tygodniu nastąpiła solidna (największa od lutego) korekta na €/\$ - kurs z ponad 1,10 cofnął się do 1,0850 dziś rano. Nie zatrzymało to jednak umocnienia złotego. Para €/PLN dziś rano wahał się przy tegorocznych dołkach, tj. 4,52. Zyskały również inne waluty CEE, ale w ubiegłym tygodniu złoty radził sobie relatywnie najlepiej. Na bazowych rynki długu wahają się w trendzie bocznym. W kraju zaczęło się odbicie rentowności po zapowiedziach dużych planów wydatkowych rządu.
- Prawo i Sprawiedliwość (PiS) ogłosiło elementy programu wyborczego, w tym 3 nowe wydatki: (1) na waloryzację 500+ do 800, od 2024, (2) bezpłatne leki dla osób <18 lat i >65 lat (dotychczas osoby >75 roku życia miały wybrane darmowe leki), (3) bezpłatne autostrady dla samochodów osobowych. Łącznie szacujemy, że wydatki na nowe programy to około 0,7-1%PKB. Dane o inflacji pokazują, że spadek inflacji bazowej w Polsce jest skromny na tle regionu (Czechy 4,5pp). PKB za 1kw23 zaskoczyło pozytywnie (spadek tylko -0,2%/r), eksport netto i mocne usługi ratują PKB. Wracamy do naszej optymistycznej prognozy PKB z początku roku zakładającej 1%/r z szansą na wyższy wzrost. To wspiera nasz scenariusz zakładający brak cięć stóp w 2023 roku. Główne ryzyka, to spowolnienie zagranicą w 2pół23 i możliwe cięcia stóp w regionie, które przez wpływ na PLN mogą skłonić NBP do podobnej decyzji.
- Rozmowy nad podniesieniem limitu zadłużenia w USA przeciągają się i szanse na osiągnięcie porozumienia przed wizytą zagraniczną J.Bidena w Japonii widać ograniczone. To oznacza dalsze pogorszenie sentymentu dla ryzykownych aktywów i wsparcie dla dolara. Dlatego do końca tygodnia kurs €/\$ mimo sygnałów technicznych sugerujących korektę, może ustabilizować się lub pogłębić spadek do 1,08.
- W tym tygodniu widzimy szanse na zejście €/PLN do 4,50. Sentyment dla walut CEE pozostaje dobry i na razie nie widać sygnałów jego zmiany. Pewnym problemem są zapowiedzi wydatkowe PiS, ale będą one równocześnie hamować oczekiwania na obniżki stóp NBP. Obecnie interwencje na rynku walutowym są bardzo mało realne, ale zwykle przy takim historycznym poziomie, tj. 4,50 może być chwilowo barierą dla dalszego umocnienia złotego.

Kalendarz makroekonomiczny

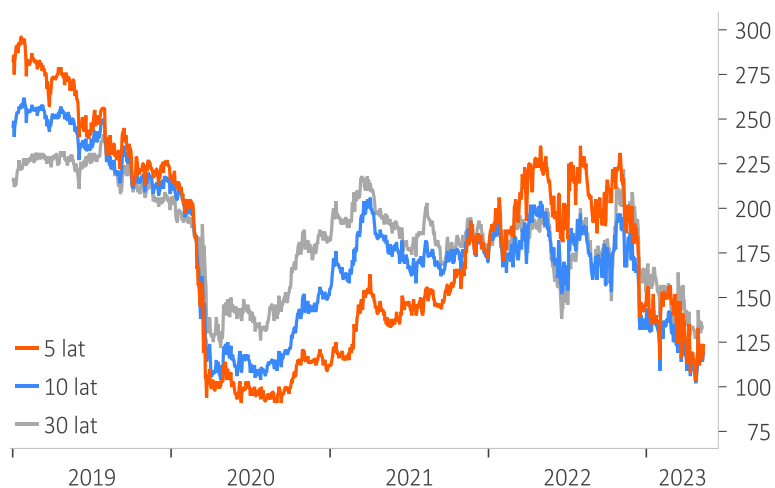
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
16 V	Polska	10:00	PKB r/r – wstępne dane	I kw.	-1,5%	-0,8%	2,0%
	Strefa euro	11:00	PKB kw/kw – wstępne dane	I kw.	0,1%	0,1%	0,1%
	Niemcy	11:00	Wskaźnik nastrojów ZEW	V	-7,0pkt.	-5,5pkt.	4,1pkt.
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	IV	0,5%	0,7%	-0,6%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	IV	0,0%	0,0%	0,4%
18 V	USA	14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych		1845tys.	1833tys.	1813tys.

Rynki walutowe – Negatywne perspektywy US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

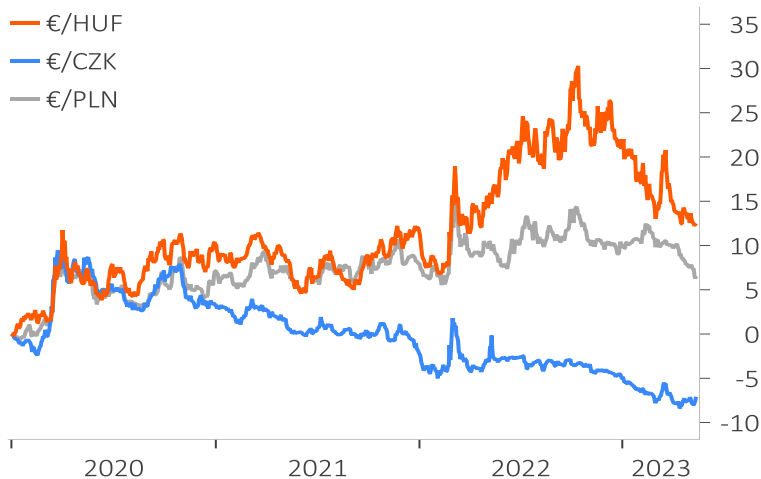


€/US\$:

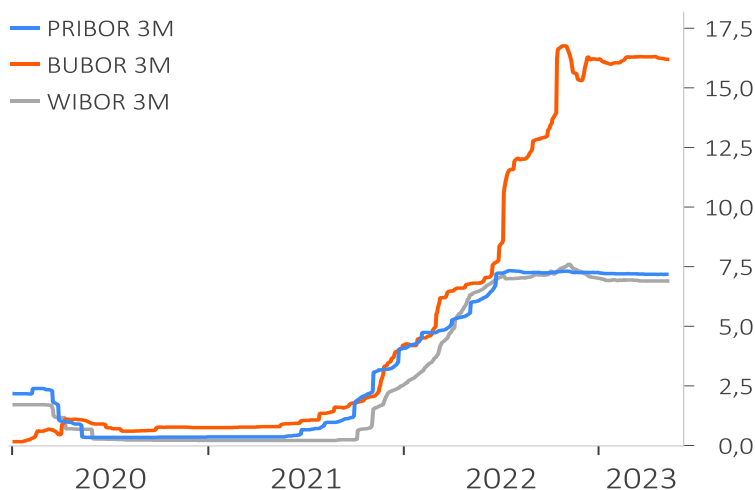
- W ubiegłym tygodniu nastąpiła solidna (największa od lutego) korekta na €/US\$ - kurs z ponad 1,10 cofnął się do 1,0850 dziś rano. Dolar wsparła niepewność o podniesienie limitu zadłużenia w USA. Jest ona ryzykiem dla rynku akcji, co powoduje powrót kapitałów na bezpieczny amerykański rynek długu.
- Rozmowy nad podniesieniem limitu zadłużenia w USA przeciągają się i szanse na osiągnięcie porozumienia przed wizytą zagraniczną J.Bidena w Japonii wdają się ograniczone. To oznacza dalsze pogorszenie sentymentu dla ryzykownych aktywów i wsparcie dla dolara. Dlatego do końca tygodnia kurs €/US\$ mimo sygnałów technicznych sugerujących korektę, może ustabilizować się lub pogłębić spadek do 1,08.
- Naszym zdaniem to jednak trend mocno tymczasowy. Najprawdopodobniej najpóźniej w lipcu porozumienie uda się osiągnąć, co wzmocni popyt na ryzykowne aktywa osłabiając dolara. Dlatego w horyzoncie najdalej końca lipca liczymy na powrót €/US\$ do 1,11 lub powyżej.
- Zeszłotygodniowe umocnienie dolara nie zmienia dłuższych perspektyw dla dolara. Gospodarkę USA najprawdopodobniej czeka spowolnienie w poł23 i w ślad za tym obniżki stóp Fed. Na efekty najszybszego od dekad cyklu podwyżek stóp Fed nakładają się dodatkowo problemy w sektorze bankowym, jeszcze bardziej utrudniające dostęp do kredytu. Stopy EBC będą natomiast prawdopodobnie jeszcze rosnąć wg zapowiedzi szeregu przedstawicieli EBC. To prawdopodobnie jeszcze bardziej przesunie spread między swapami 2L US\$ wobec euro na korzyść wspólnej waluty. W efekcie para €/US\$ pod koniec roku może zbliżyć się nawet do 1,20.

Rynki walutowe – Ciągłe pole do spadku €/PLN.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2020 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE

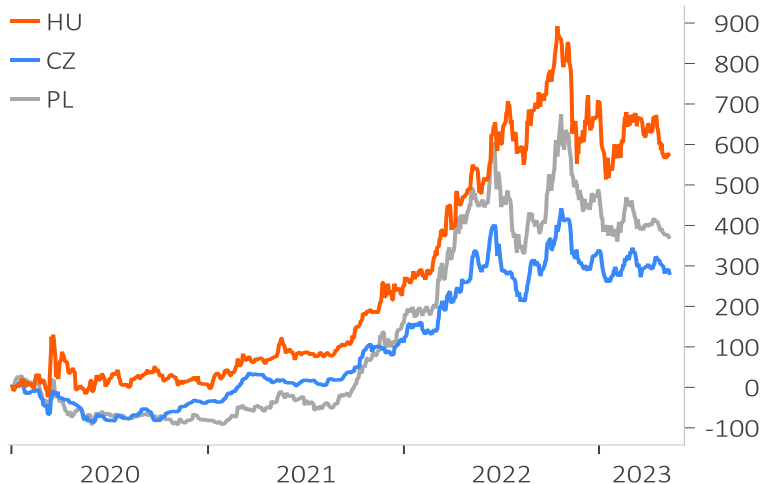


€/PLN:

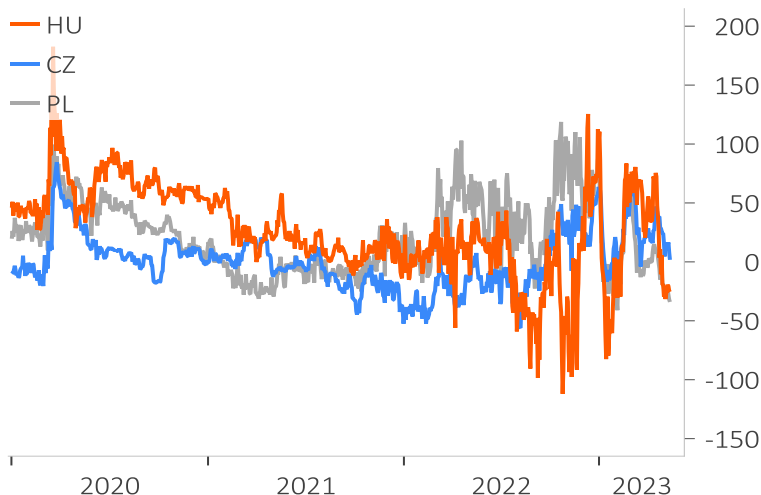
- Zeszłotygodniowe umocnienie dolara nie przeszkodziło w dalszej aprecjacji walut CEE. Na tym tle relatywnie najlepiej radził sobie złoty. Kurs €/PLN pogłębił tegoroczne dołki, docierając do 4,52.
- W tym tygodniu widzimy szanse na zejście €/PLN do 4,50 lub poniżej (następny poziom techniczny to 4,47). Sentyment dla walut CEE pozostaje dobry i na razie nie widać sygnałów jego zmiany. Pewnym problemem są zapowiedzi wydatkowe PiS, które pogarszają fundamenty stojące za złotym (np. potencjalnie gorszy bilans handlowy). Powinien to jednak równoważyć spodziewany przez nas spadek oczekiwań na poluzowanie polityki NBP jeszcze w tym roku.
- Poniżej 4,50 w przeszłości NBP interweniował przeciw umocnieniu złotego, ale obecnie, np. z uwagi na wysoką inflację, interwencje są bardzo mało realne. W połowie przyszłego miesiąca swoją opinię ws kredytów frankowych przedstawi oficjalnie TSUE. Jest to ryzyko dla PLN, ale ograniczone, gdyż najprawdopodobniej usłyszymy podobny przekaz jak wcześniej od rzecznika TSUE. Może to jednak spowodować, że 4,50 będzie barierą dla dalszego umocnienia PLN.
- Według naszych szacunków złoty nie jest już niedowartościowany wobec euro (por. przedostatnia strona tygodnika). Wobec dolara możemy wręcz mówić o lekkim przewartościowaniu. Sugeruje to, że rynek przestał wyceniać ryzyka np. związane z TSUE.

Rynek długu – Obietnice wyborcze ryzykiem dla SPW.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019

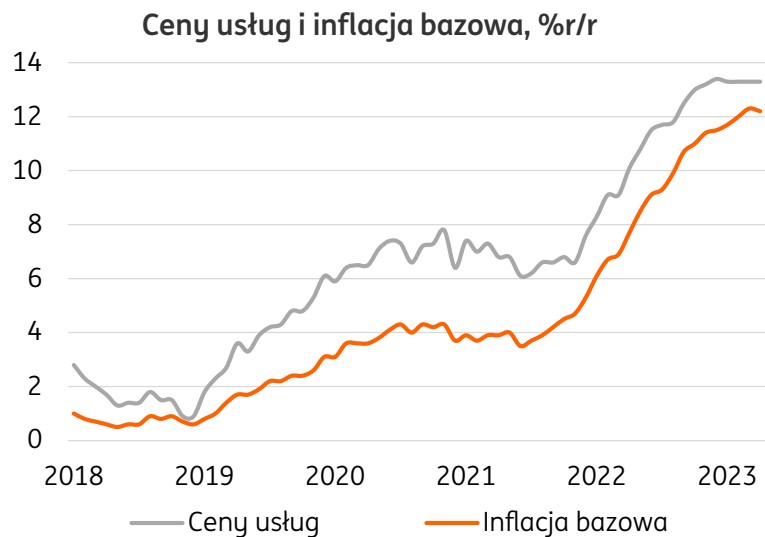


Asset swapy 10L w CEE od 2019



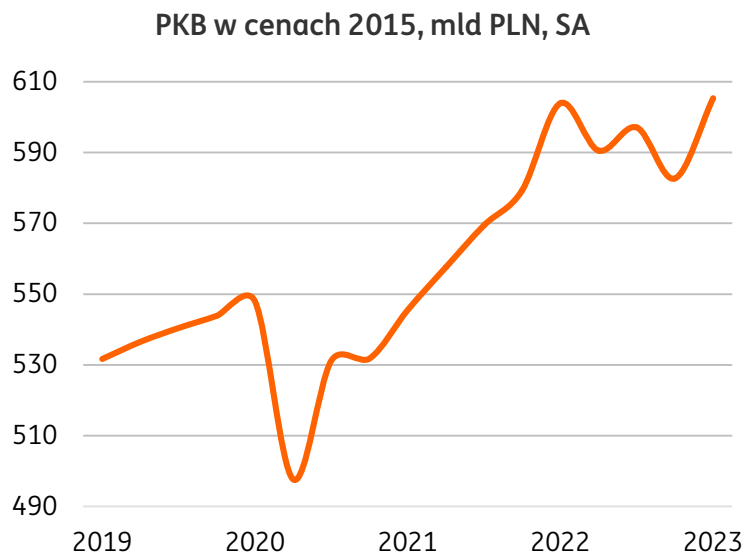
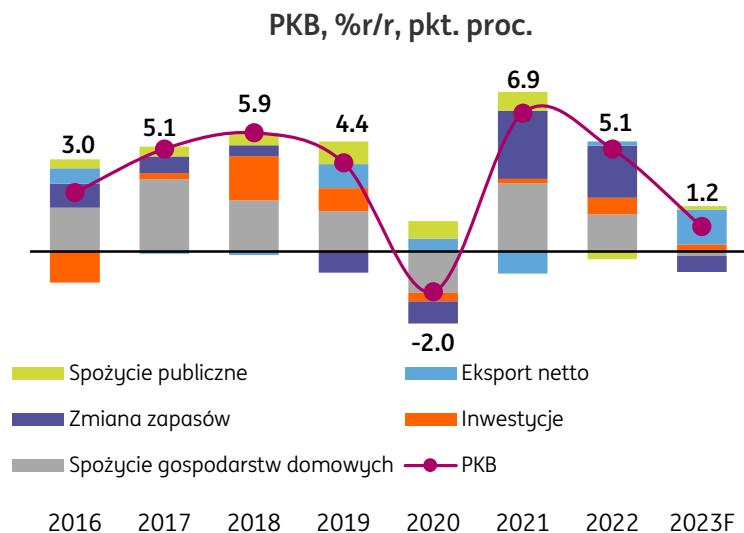
- Na bazowych rynkach długu ubiegły tydzień nie przyniósł istotnych zmian. Rentowności zaczęły tydzień spadkiem, ale w drugiej połowie tygodnia odbiły się. Bez większych zmian także w przypadku krótkich SPW – NBP nie przekonał rynku, że oczekiwania na obniżki są przedwczesne. Umocniły się jednak długie papiery.
- Publikowane w tym tygodniu dane z rynków bazowych raczej nie zmienią istotnie oczekiwań na dalsze posunięcia Fed, czy EBC. Rynek konsekwentnie ignoruje też generalnie dość jastrzębi przekaz z głównych banków centralnych. W takim otoczeniu spodziewamy się stabilizacji na niemieckim i amerykańskim rynku długu lub niewielkich spadków rentowności.
- Na krajowym rynku sytuacja prawdopodobnie się jednak pogorszy. Weekendowe zapowiedzi PiS (około PLN25mld równowartość 0,7% PKB) oznaczają wysokie potrzeby pożyczkowe w 2024, a także utrwalenie wysokiej inflacji. To argument za niewielką przeceną SPW na całej krzywej, zarówno z uwagi na wzrost asset swapów, jak i ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp NBP. Oceniamy, że nowe wydatki to nie koniec zwiększania wsparcia socjalnego. Z drugiej strony sentyment na globalnych rynkach długu jest bardzo wspierający, co ogranicza działanie czynników krajowych.
- Możliwe też, że prawdopodobna wygrana urzędującego prezydenta w Turcji nieco osłabi napływ kapitałów do regionu. Wcześniej pojawiały się komentarze, że ew. sukces prozachodniego kandydata może wesprzeć napływ kapitałów do całego regionu.

Polska: Wysoka inflacja bazowa i ekspansja fiskalna.



- GUS potwierdził szacunek inflacji CPI na 14,7%/r w kwietniu. Towary podrożały o 15,1%/r wobec 17,1% w marcu, a usługi o 13,3%/r wobec 13,3%. Dezinflacja widoczna jest głównie w cenach towarów. Ceny usług rosły w tempie 13,3%/r czwarty miesiąc z rzędu. Spadek inflacji w kwietniu zawdzięczamy wolniejszemu wzrostowi cen żywności w ujęciu rocznym, z uwagi na wysoką bazę odniesienia.
- Utrzymuje się natomiast inflacja bazowa i wysoka dynamika cen usług. Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w ubiegłym miesiącu – do 12,2%/r z 12,3% w marcu. Spadek inflacji bazowej na tle regionu Europy Środkowej to raczej skromna poprawa, szczególnie wobec Czech. W Czechach kwietniowa inflacja bazowa jest już 4,5pp niższa od szczytu, w Rumunii około 0,9pp, na Węgrzech 0,8pp.
- Oczekujemy, że w tempo spadku CPI zwolni. Do końca roku inflacja obniży się najprawdopodobniej poniżej 10%, jednak w naszej ocenie to nie powód do obniżek stóp. W średnim terminie nadal widzimy istotne ryzyka podwyższonej inflacji. Ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych są utrzymywane poniżej rynkowych i prawdopodobnie zostaną podniesione w 2024. Ryzykiem jest także polityka fiskalna. Nowe wydatki w ramach ogłoszone w niedzielę zawierają waloryzację świadczeń na dzieci do PLN800, darmowe leki dla młodych i seniorów oraz zwolnienie aut osobowych z opłat za przejazd autostradami, co w 2024 zwiększy deficyt o 0,7-1% PKB. Najprawdopodobniej to nie koniec zmian socjalnych. Dalsze kroki zapowiedziano czerwiec i wrzesień.
- Podtrzymujemy opinię, że do końca 2023 nie będzie warunków do obniżek stóp procentowych, a pierwsze cięcia będą miały miejsce dopiero jesienią 2024 roku.

Polska: PKB za 1kw23 pokazuje odporność gospodarki



- Według wstępnych szacunków GUS w 1kw23 skurczył się tylko o 0,2%/r (konsensus: -0,8%; ING: -1,5%), po wzroście o 2,3%/r w 4kw22. Dane odsezonowane wskazują na wzrost PKB o 3,9%kw/kw, po spadku o 2,3%kw/kw w 4kw22, co oznacza że polska gospodarka uniknie technicznej recesji.
- Spadek PKB w ujęciu rocznym to w dużym stopniu efekt bardzo wysokiej bazy odniesienia z 1kw22, kiedy gospodarka urosła o 4,4%kw/kw (SA).
- GUS nie podał danych o strukturze PKB, ale w naszej ocenie do spadku w ujęciu rocznym przyczyniło się przede wszystkim pogłębienie spadku konsumpcji oraz wciąż negatywny wkład zmiany stanu zapasów w związku z częściową normalizacją ich stanów. Wsparciem dla PKB w 1kw23 była w naszej ocenie wymiana handlowa z zagranicą. Wzrostowi eksportu w ujęciu realnym towarzyszył spadek importu w ujęciu rocznym, związany z kurczącym się popytem krajowym (konsumpcja, zapasy). Normalizacja cen surowców przyniosła wyraźne wyhamowanie wzrostu cen importu, przy wolniejszym hamowaniu cen importu.
- Wracamy do naszej optymistycznej prognozy PKB z początku roku zakładającej 1%/r z szansą na wyższy wzrost. To wspiera nasz scenariusz zakładający brak cięć stóp w 2023 roku. Główne ryzyka, to spowolnienie zagranicą w 2pół23 i możliwe cięcia stóp w regionie, które przez wpływ na PLN mogą skłonić NBP do podobnej decyzji.
- Wciąż wiele ryzyk przed nami. Jeżeli na USA i Europę nie spadnie „kredytowa bomba” (a ostatnie dane wskazują, że efekty kryzysu banków regionalnych w USA są nieco mniejsze od oczekiwań), to polski PKB w 2023 może wzrosnąć ponad 1%/r.

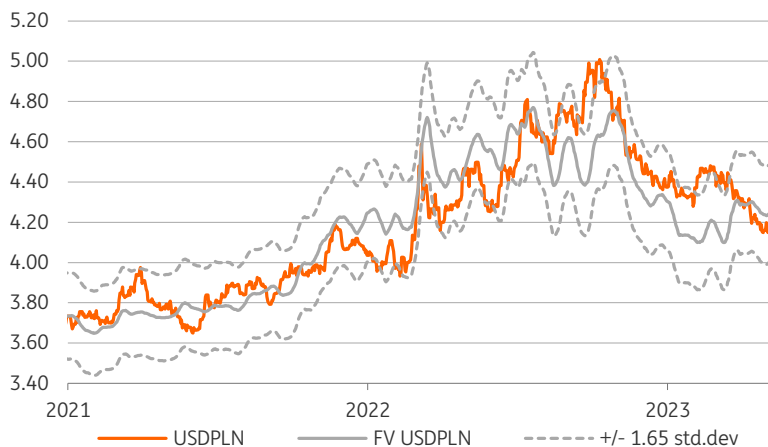
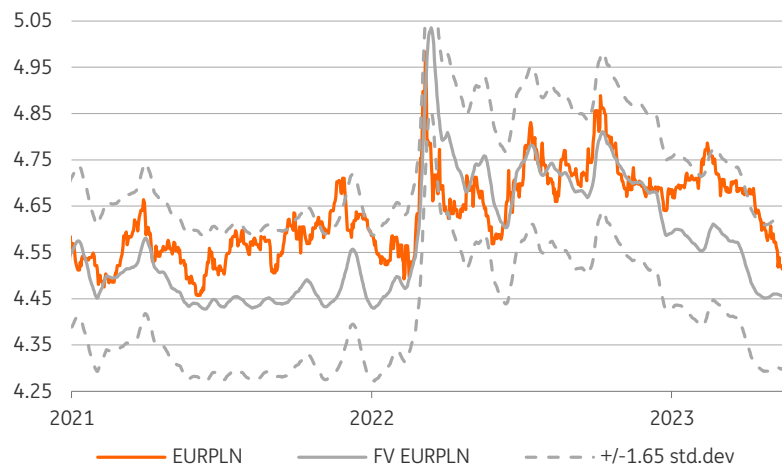
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24
US\$/PLN	4.18	4.15	4.13	4.04	3.98	3.93	3.82	3.82	3.83	3.79	3.80	3.81
€/PLN	4.60	4.62	4.63	4.65	4.63	4.60	4.58	4.57	4.56	4.55	4.54	4.54
CHF/PLN	4.51	4.53	4.54	4.56	4.54	4.51	4.49	4.47	4.45	4.43	4.41	4.39
GBP/PLN	5.17	5.19	5.21	5.22	5.18	5.13	5.09	5.09	5.09	5.08	5.09	5.09

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro zniknęło po sporym umocnieniu PLN w ostatnich tygodniach. Wskazania naszego modelu sugerują, że poziom równowagi w ostatnim czasie się nie zmienił – oczekiwania na obniżki stóp na rynkach bazowych wzrosły, ale w Polsce również. Wobec US\$ złoty jest już nawet lekko przewartościowany. Wygląda na to, że rynek przestał wyceniać ryzyka związane np. z TSUE.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.