

Tygodnik ING

Raczej spokojny tydzień na rynkach. RPP nie zmieni stóp, ale może złagodzić retorykę.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak, Michał Rubaszek

5 czerwca 2023



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



W skrócie

- Najbliższy tydzień na rynkach bazowych zapowiada się spokojnie, po stabilizacji nastrojów w związku z kompromisem budżetowym w USA. W Europie poznamy ostateczne PMI, które nie mają zwykle większego znaczenia rynkowego, ale lekki powiew optymizmu mogą przynieść mocne zamówienia i produkcja z Niemiec za kwiecień. W tym tygodniu odbędą się posiedzenia Banku Australii (wtorek) i Banku Kanady (środa). Decyzje tego drugiego często wyprzedzały podobne kroki ze strony Fed. Analitycy zakładają pozostawienie głównej stopy procentowej BoC bez zmian na poziomie 4,5%.
- W związku ze świętem w Polsce decyzję Rady Polityki Pieniężnej (RPP) poznamy już we wtorek, a biuro prasowe banku centralnego zapowiedziało, że comiesięczne wystąpienie prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) A. Glapińskiego będzie miało miejsce w środę.
- Sama decyzja nie przyniesie zmian parametrów polityki pieniężnej (stopa referencyjna pozostanie na poziomie 6,75%), natomiast można się spodziewać zmian w retoryce banku centralnego. Prezes Glapiński prawdopodobnie z satysfakcją odnotuje spadek inflacji CPI w maju do 13,0%r/r oraz fakt, że szczyt inflacji bazowej także prawdopodobnie mamy za sobą. Być może prezes NBP ogłosi formalne zakończenie cyklu podwyżek stóp, chociaż Rada przestała je podnosić jesienią ubiegłego roku. Ponownie w komunikacji powraca gotowość do rozważenia obniżek stóp procentowych przed końcem 2023. Chociaż na bazie obecnych tendencji makroekonomicznych i cenowych uważamy taki ruch jako ryzykowny, to oceniamy prawdopodobieństwo obniżki stóp przed końcem tego roku na 30-40%.
- €/PLN wrócił poniżej 4,50 nawet szybciej niż zakładaliśmy, np. biorąc pod uwagę relatywnie niski €/US\$. Popyt na złotego pozostaje solidny, gdyż wspierają go relatywnie wysokie stopy NBP, a także szybka poprawa bilansu handlowego. O ile €/US\$ faktycznie ustabilizuje się w najbliższych dniach, to kurs €/PLN powinien pogłębić ostatnie dołki docierając w tym tygodniu do około 4,46 lub lekko poniżej. Decyzja RPP prawdopodobnie nie wpłynie istotnie na złotego. Inwestorzy raczej zakładają, że przekaz z RPP będzie łagodny, a Rada powinna te oczekiwania spełnić.

Kalendarz makroekonomiczny

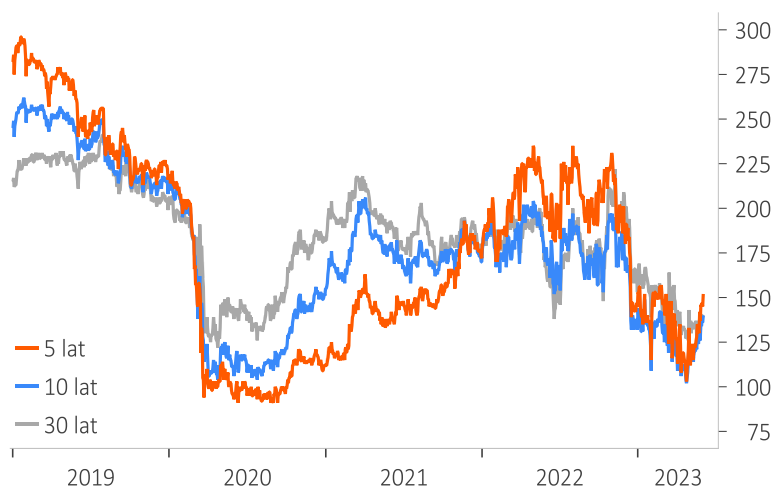
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
6 VI	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	IV	4,6%	-2,2%	-10,7%
7 VI	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	IV	2,0%	-1,3%	-3,4%
	Polska		Decyzja RPP		6,75%	6,75%	6,75%

Rynki walutowe – €/US\$ ciągle w trendzie bocznym.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

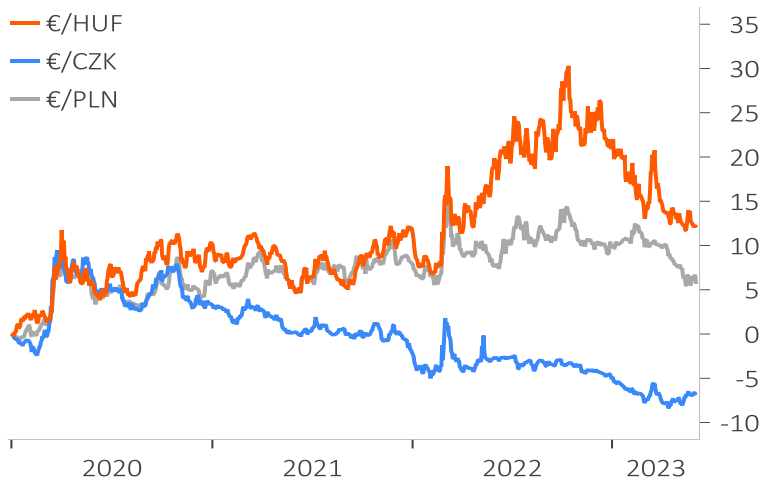


€/US\$:

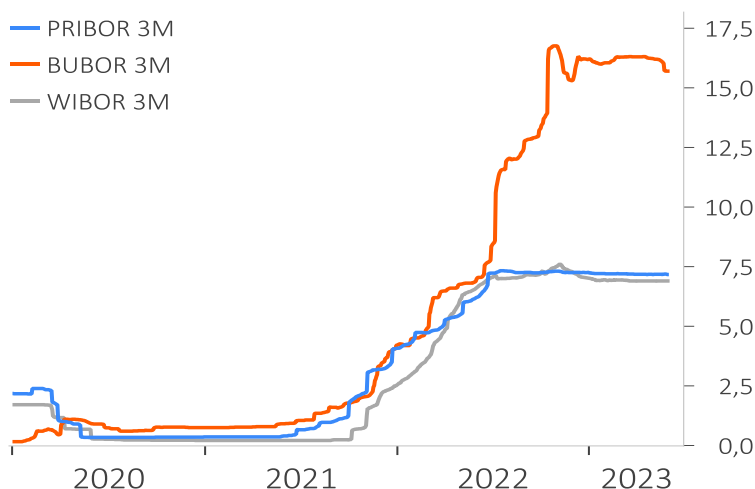
- W ubiegłym tygodniu €/US\$ pogłębił dołki docierając poniżej 1,0650. Ostatecznie para zakończyła jednak tydzień praktycznie bez zmian, przy 1,07, mimo wyraźnie lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy (payrolls).
- Ten tydzień jest dość ubogi w dane, a najważniejsze (PMI) poznamy dziś. Spodziewamy się, że pozwoli to €/US\$ utrzymać się w trendzie bocznym przy 1,07. To tym bardziej prawdopodobne, że mimo mocnych payrolls, €/US\$ co prawda pogłębił ostatnie dołki, ale cały tydzień zakończył mniej więcej bez zmian. Dołożą się do tego prawdopodobnie lepsze od oczekiwań dane z Niemiec w tym tygodniu. Od strony technicznej para w najbliższych dniach nie powinna przełamać ani ostatnich dołków (lekko poniżej 1,0650), ani szczytów (1,0780).
- Uważamy, że posiedzenia Fed i EBC w przyszłym tygodniu mogą też okazać się nieco bardziej sprzyjające dla euro niż dolara. Nawet jeżeli Fed podniesie stopy, to będzie to prawdopodobnie koniec jego cyklu. W przypadku EBC będzie co najmniej jeszcze podwyżka. Dlatego w ciągu kilku tygodni €/US\$ powinien wrócić ponad 1,10.
- W końcówce roku nadal spodziewamy się wzrostu €/US\$. Mimo pozytywnych zaskoczeń danymi z USA, rynek nadal wierzy, że obniżki stóp Fed nastąpią wcześniej niż EBC. Lepsza od oczekiwań kondycja amerykańskiej gospodarki najprawdopodobniej oznacza jednak, że na koniec roku para €/US\$ znajdzie się niżej niż zakładaliśmy dotychczas, tj. nie dalej jak 1,18.

Rynki walutowe – €/PLN może pogłębić dołki.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

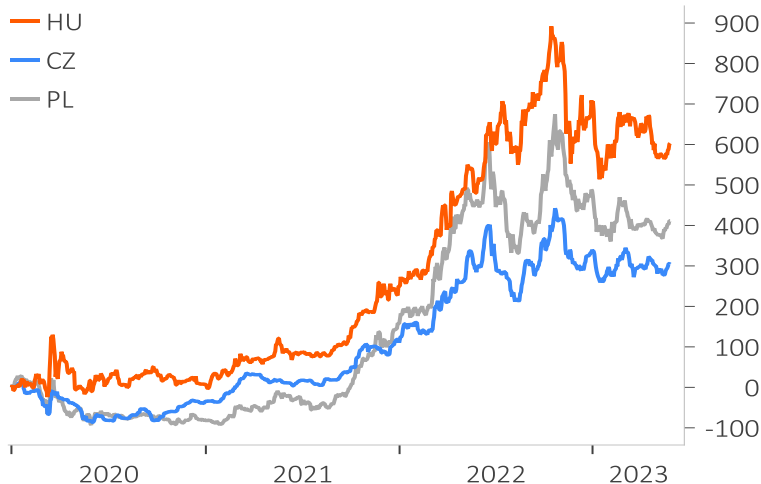


€/PLN:

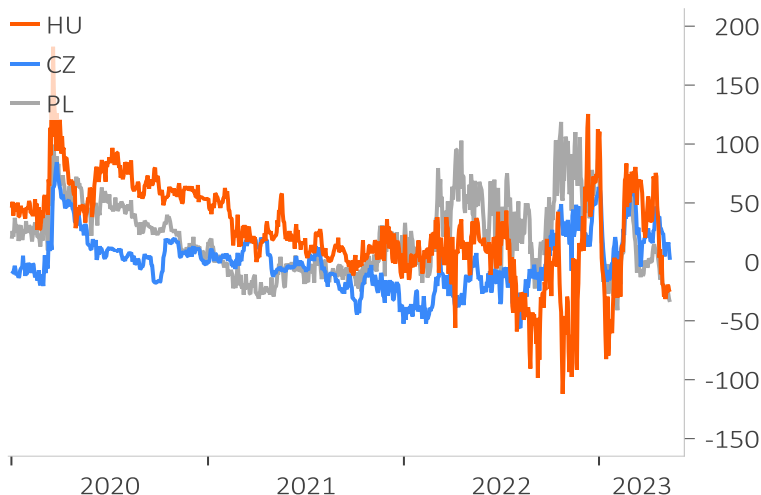
- Po ostatniej fazie umocnienia dolara kurs €/PLN zaczął ubiegły tydzień powyżej 4,50. Jednak w kolejnych dniach, gdy tylko €/US\$ się ustabilizował, popyt na złotego się poprawił i €/PLN wrócił poniżej 4,50. Złoty poradził sobie przy tym nieznacznie lepiej niż np. forint.
- €/PLN wrócił poniżej 4,50 nawet szybciej niż zakładaliśmy, np. biorąc pod uwagę relatywnie niski €/US\$. Popyt na złotego pozostaje solidny, gdyż wspierają go relatywnie wysokie stopy NBP, a także szybka poprawa bilansu handlowego. O ile €/US\$ faktycznie ustabilizuje się w najbliższych dniach, to kurs €/PLN powinien pogłębić ostatnie dołki docierając w tym tygodniu do około 4,46 lub lekko poniżej. Decyzja RPP prawdopodobnie nie wpłynie istotnie na złotego. Inwestorzy raczej zakładają, że przekaz z RPP będzie łagodny, a Rada powinna te oczekiwania spełnić.
- Pewnym zagrożeniem dla PLN są przyszłotygodniowe decyzje Fed i EBC. RPP mówi o możliwych obniżkach stóp, podczas gdy główne banki centralne chcą je jeszcze podnosić. Jest to już jednak raczej w cenach i nie powinno mocno wpłynąć na waluty CEE, w tym złotego.
- Według naszych szacunków złoty nie jest już niedowartościowany wobec euro ani dolara. Uspokojenie na rynkach będzie jednak nadal premiować waluty państw o wysokich stopach procentowych, jak cały region CEE. W połączeniu z nadziejami na szybkie odblokowanie środków z KPO po wyborach może to jednak ściągnąć €/PLN bliżej 4,40 pod koniec roku.

Rynek długu – Lekkie stromienie krzywej.

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



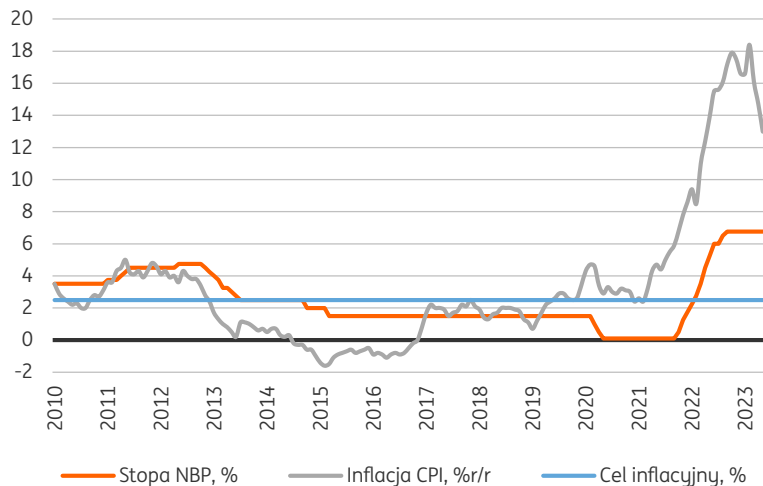
Asset swapy 10L w CEE od 2019



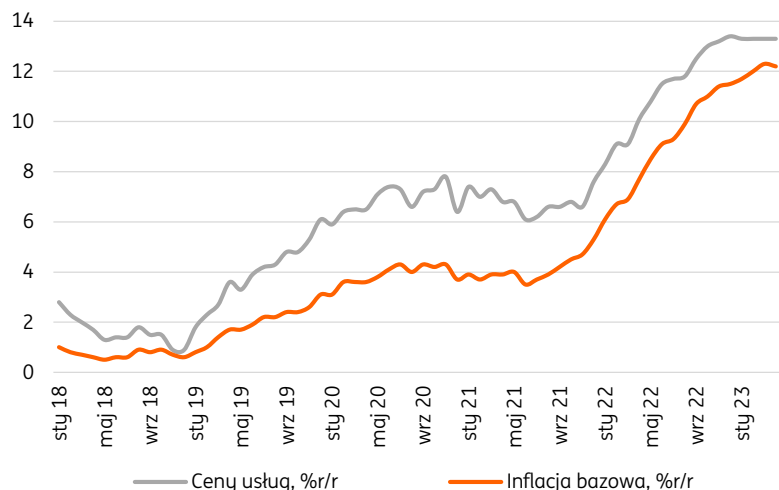
- Bazowe rynki długu rozpoczęły ubiegły tydzień umocnieniem. W przypadku Treasuries ruch zawrócił dopiero po mocnych payrolls w piątek. W efekcie o ile Treasuries zakończyły tydzień niewielkim umocnieniem (5-7pb), to Bund zyskał 20pb, a niemiecka 2latka ponad 10pb. W ślad za tym umocniły się także SPW, długi koniec podobnie do Bunda (ok. 20pb), krótki o około 9pb.
- W tym tygodniu nie spodziewamy się dużych zmian na bazowych rynkach długu, choć możliwy jest lekki wzrost spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej. Ostatnie dane z USA na ogół zaskakiwały in plus, z Europy raczej in minus. Kluczowe dane w tym tygodniu (PMI) poznamy dziś, ale nie spodziewamy się istotnych zaskoczeń.
- W tym tygodniu długie SPW powinny śledzić zachowanie krzywej niemieckiej. Sugeruje to raczej ich stabilizację. Dla krajowego krótkiego końca istotny będzie komentarz RPP po jutrzejszej decyzji oraz późniejsza konferencja Prezesa NBP. Spodziewamy się łagodnego przekazu (ze wskazaniem na możliwe obniżki stóp jeszcze w tym roku), ale tego też spodziewa się raczej rynek. W efekcie na krótkim końcu oczekujemy stabilizacji lub niewielkich spadków rentowności.
- W dalszej części miesiąca poznamy kolejne przedwyborcze obietnice wydatkowe rządu. Już dotychczasowe to około 0,7% PKB. Mogą one dodatkowo rozszerzyć asset swapy na długim końcu. Inwestorzy wiedzą jednak, że MinFin może łatwo sfinansować się w walucie (co już robi). Dlatego mimo wysokiego deficytu w przyszłym roku faktyczne podaż SPW nie muszą być duże. Z tego powodu nie spodziewamy się dużego wzrostu spreadu (czy to ASW, czy do Bunda).

RPP: Bez zmian stóp, ale łagodniejsza retoryka.

Inflacja CPI, stopa NBP i cel inflacyjny



Inflacja bazowa i ceny usług



- We wtorek decyzję o stopach podejmie NBP. Ekonomiści i rynek zgodnie oczekują braku zmian stóp. Rynek skupi się na komunikacie po posiedzeniu, a później na konferencji prezesa. Spodziewamy się gołębiej retoryki, co dodatkowo wesprze rynkowe oczekiwania na obniżki stóp w 4kw23. Rada podkreśli dalszy spadek inflacji CPI (13,0%/r). Dane za 1kw23 wskazywały na słabą konsumpcję gospodarstw domowych (spadek o 2% r/r), co jest dezinflacyjne. NBP może ogłosić koniec cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.
- RPP jest w fazie wyczekiwania, ale niektórzy członkowie zasugerowali możliwość obniżek w 2023. Oczekujemy, że zostanie to podkreślone w komunikacie po posiedzeniu, jak i na konferencji prasowej prezesa. Są głosy sprzeciwu (Tyrowicz, Kotecki), ale w mniejszości. Ew. obniżkę w 2023 uważamy za przedwczesną i raczej jednorazowy ruch niż początek cyklu. Prognozujemy, że inflacja CPI spadnie do jednocyfrowego poziomu pod koniec roku, ale porównanie z innymi krajami regionu (zwłaszcza z Czechami) pokazuje, że obniżenie inflacji (zwłaszcza bazowej) w Polsce było umiarkowane. Co więcej, zarówno rząd, jak i opozycja nadal przedstawiają nowe obietnice socjalne przed wyborami, a społeczna akceptacja wzrostu cen pozostaje wysoka.
- Chociaż krótkoterminowe perspektywy inflacji bazowej nieco się poprawiły ze względu na umocnienie złotego i spadki cen surowców, powrót CPI do celu pozostaje naszym zdaniem odległą perspektywą (2025-26). Nasz scenariusz bazowy zakłada obniżki stóp NBP w 2poł24, kiedy perspektywa osiągnięcia przez CPI celu NBP (2,5% r/r +/-1pp) stanie się bliższa. Naszym zdaniem obniżki stóp nie pomogłyby SPW o dłuższej zapadalności. Takie działanie prawdopodobnie zostanie uznane przez inwestorów za przedwczesny krok.

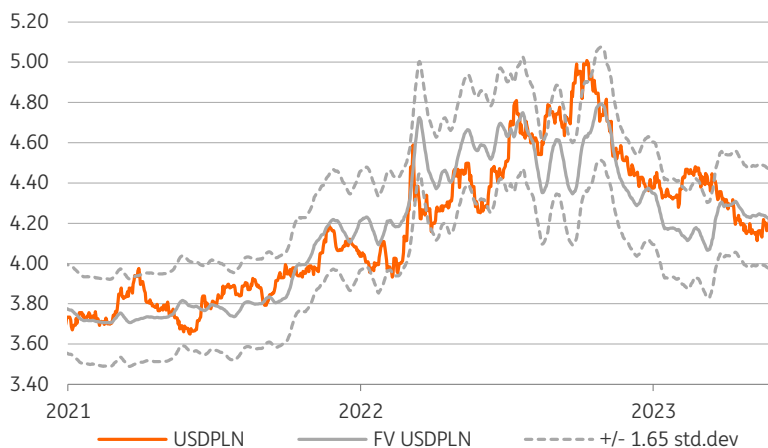
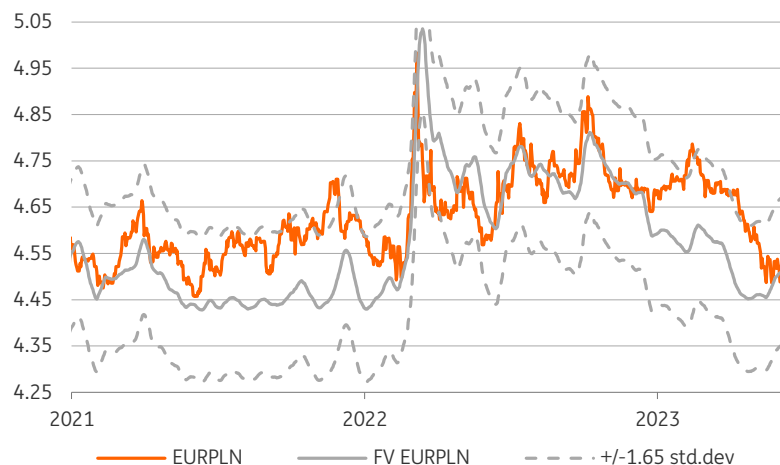
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24
US\$/PLN	4.11	4.05	3.92	3.89	3.87	3.77	3.79	3.80	3.73	3.75	3.77	3.79
€/PLN	4.48	4.45	4.43	4.44	4.44	4.45	4.46	4.47	4.48	4.49	4.51	4.52
CHF/PLN	4.63	4.62	4.61	4.61	4.60	4.59	4.59	4.58	4.58	4.59	4.59	4.59
GBP/PLN	5.13	5.08	5.03	5.02	5.01	5.00	5.02	5.03	5.05	5.07	5.09	5.11

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. Wygląda na to, że rynek przestał wyceniać ryzyka związane np. z wyrokiem TSUE, a skupia się na nadwyżce handlowej Polski, czy relatywnie wysokich stopach NBP.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E Michal.Rubaszek@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 znajdą 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.