

Tygodnik ING

Słabe dane w Eurolandzie i Polsce, ryzyko ponownego spadku PKB r/r. NBP bliżej cięć stóp w 2023 roku, razem z innymi bankami EM.

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

27 czerwca 2023



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



W skrócie

- Wstępne odczyty PMI w Europie i USA za czerwiec są rozczarowujące. Do słabej koniunktury w przemyśle – na wszystkich rynkach odczyty poniżej granicy 50pkt. i prawie wszędzie gorzej niż miesiąc wcześniej – doszło pogorszenie dobrej koniunktury w usługach. Wprawdzie na wszystkich rynkach, oprócz Francji, usługowe PMI utrzymały się wyraźnie powyżej granicy 50pkt. to jednak są znacznie słabsze niż miesiąc wcześniej. Za pogorszeniem PMI dla strefy euro w przemyśle do 43,6pkt. w czerwcu z 44,8pkt. w maju stał bardzo słaby odczyt z Niemiec (41,0pkt. w czerwcu po 43,5pkt. miesiąc wcześniej), przemysłowy PMI z Francji był niski, ale stabilny.
- Natomiast pogorszenie PMI w usługach w strefie euro wynikało z silnego pogorszenia w obydwu największych gospodarkach strefy euro. PMI w usługach, we Francji zaskakująco spadł do 48,0pkt. w czerwcu z 52,6pkt. w maju, przy konsensusie 52,1pkt. Piątkowe dane będą wspierać gołębie skrzydło w EBC. Raczej nie wpłyną na wyniki głosowania w lipcu (prezes Lagarde zapowiedziała podwyżkę o 25pb w lipcu), ale wynik głosowania we wrześniu pozostaje otwarty.
- Wywiad z członkiem RPP Ireneuszem Dąbrowskim odzwierciedla obecną funkcję reakcji RPP. NBP prezentuje zdecydowanie łagodniejsze podejście niż np. czeski bank centralny i wybiera powolną walkę z inflacją: „aby wpływ m.in. na rynek pracy był jak najmniejszy”. Zdaniem I. Dąbrowskiego główny argument za cięciem stóp to szybki spadek inflacji CPI, który przebiega bardziej optymistycznie od oczekiwań. Przedstawiciel RPP widzi możliwość cięcia stóp w 3-4 kwartale 2023, prawdopodobnie w październiku, lub we wrześniu, gdyby w miesiącach letnich CPI obniżyła się o kolejne 5pp. do jednocyfrowych poziomów.
- Oceniamy, że szanse na cięcie stóp po wakacjach wzrosły do 65% (wcześniej mówiliśmy 50%), z możliwością iż NBP dokona więcej niż jednej obniżki stóp w 2023. Nasze krótkoterminowe prognozy inflacyjne są optymistyczne (spadek inflacji CPI do poziomów jednocyfrowych we wrześniu, a może sierpniu), dłuższe prognozy inflacji są pesymistyczne (stabilizacja inflacji bazowej na 5%/r w 24-25). Czy rynki finansowe odbiorą cięcie stóp jako błąd? Krótkoterminowo takie niebezpieczeństwo jest ograniczone, pomimo iż Fed, ECB czy BoE wciąż kontynuują podwyżki stóp i utrzymują jastrzębie nastawienie. NBP może liczyć na wsparcie ze strony innych banków centralnych w krajach rozwijających się, które wcześniej niż kraje rozwinięte rozpoczęły podwyżki i doprowadziły stopy realne do dodatnich poziomów, a teraz wcześniej rozpoczną cięcia stóp. Pierwszy będzie bank centralny w Chile, pójdzie za nim bank Brazylii, w naszym regionie Węgry i Czechy.

Kalendarz makroekonomiczny

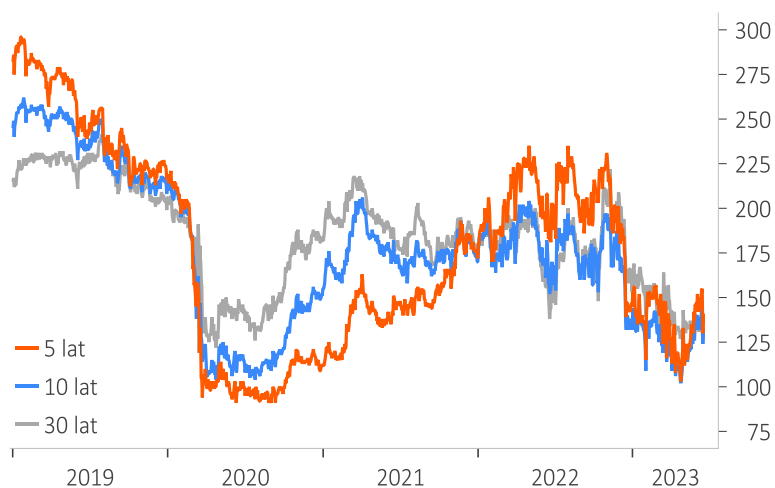
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
27 VI	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VI	105.5pkt.	104.0pkt.	102.3pkt.
30 VI	Polska	10:00	CPI r/r	VI	-	-	13.0%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VI	5.7%	5.7%	6.1%
			Inflacja bazowa r/r	VI	5.3%	5.5%	5.3%
	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	V	4.7%	4.7%	4.7%

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

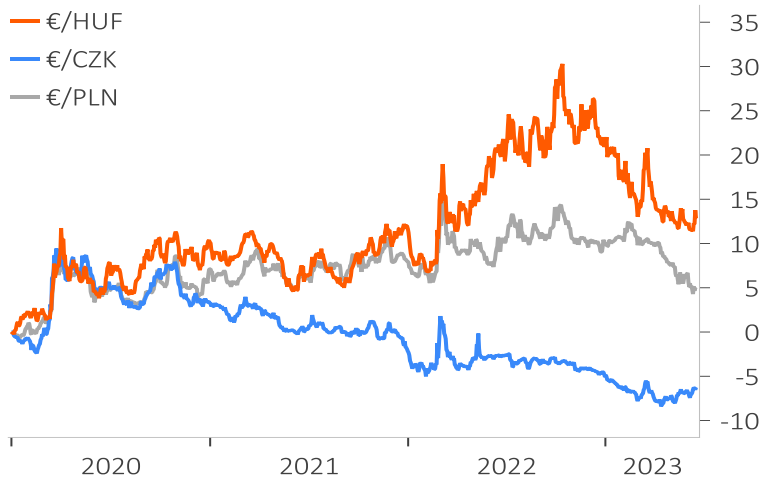


€/US\$:

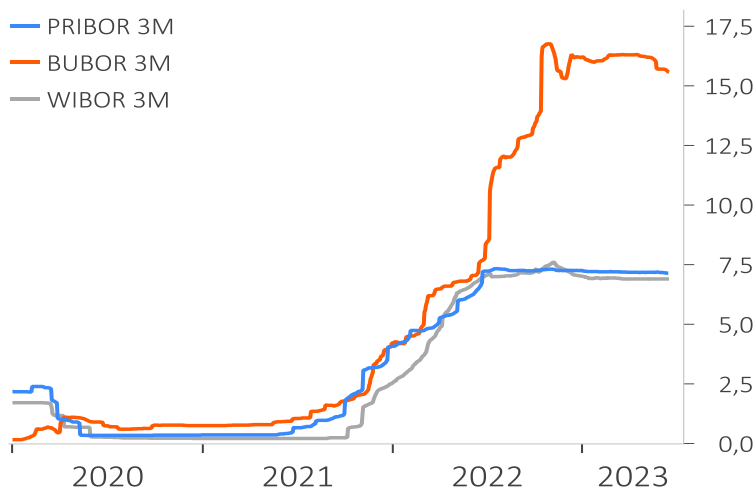
- W ubiegłym tygodniu sytuację na rynkach zdeterminował fatalny wynik PMI dla strefy euro. Spadły oczekiwania na kolejne podwyżki stóp EBC, co zahamowało zarówno osłabienie europejskich obligacji z krótkiego końca, jak i wzrost €/US\$.
- Ten tydzień jest relatywnie ubogi w ważne dane, te bardziej istotne poznamy dopiero w piątek (np. inflacja HICP w strefie euro i inflacja PCE w USA). Dlatego w najbliższych dniach spodziewamy się stabilizacji €/US\$ przy obecnych poziomach (1,09). Opublikowane w poniedziałek rano Ifo z Niemiec okazało się słabsze od konsensusu, ale po rozczarowaniu PMI takiego wyniku inwestorzy powinni się spodziewać.
- Od strony technicznej, kurs w najbliższych dniach nie powinien wyłamać się ani poniżej 1,08, ani ponad 1,1050. Wzrostu zmienności oczekujemy w piątek, gdy poznamy kluczowe dane ze strefy euro i USA.
- Na razie nie zmieniamy naszych prognoz dla €/US\$ na 2poł23. Ryzyko dla wzrostu €/US\$ ewidentnie jednak rośnie. Ostatnie dane ze strefy euro na ogół rozczarowały i tworzy to niepewność co do dalszych podwyżek stóp EBC. Nadal uważamy, że nad USA wisi szereg ryzyk, związanych np. z rynkiem nieruchomości, co oznacza, że Fed prawdopodobnie zacznie stopy obniżać szybciej niż EBC.

Rynki walutowe – €/PLN może pogłębić dołki.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

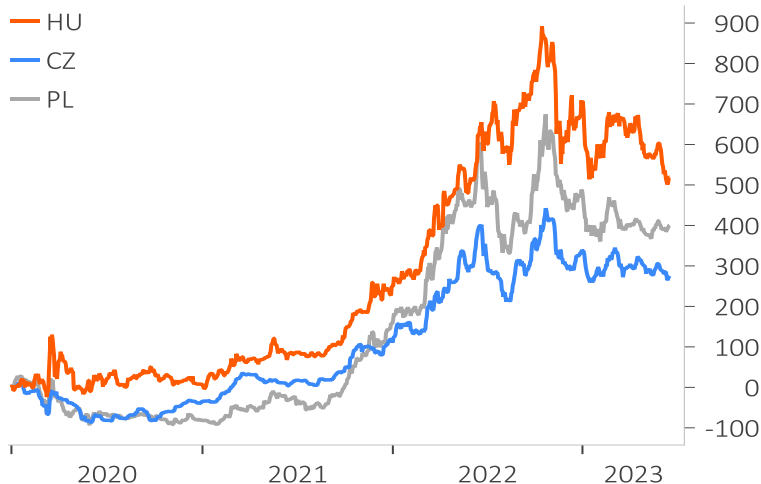


€/PLN:

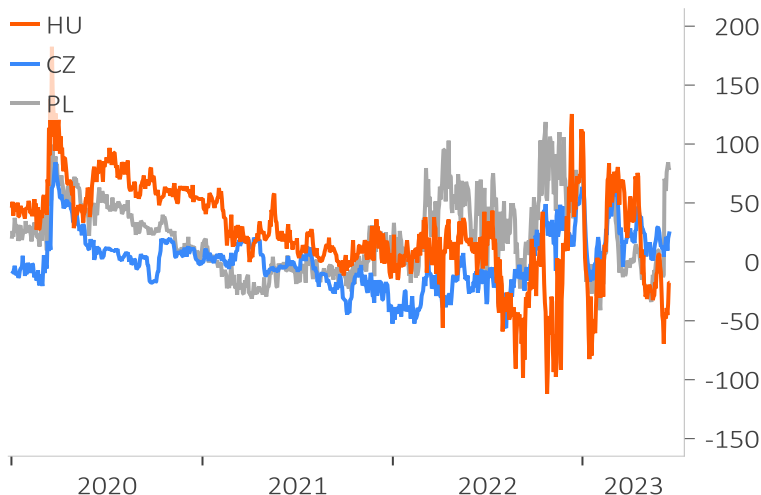
- W ubiegłym tygodniu złoty kontynuował umocnienie. Para €/PLN spadła z 4,45 do 4,44, a w ciągu tygodnia sięgnęła prawie 4,42. Złoty lekko stracił na koniec tygodnia. Z jednej strony, jest to efekt słabego PMI dla strefy euro, z drugiej inwestorzy prawdopodobnie domykali pozycje na umocnienie PLN przed weekendem. Informacje o próbie puczu w Rosji nie miały większego wpływu na złotego .
- Popyt na waluty CEE, a szczególnie złotego, powinien utrzymać się w najbliższych dniach. O ile €/US\$ nie będzie spadać, na co się na razie nie zanoszi, €/PLN powinien pogłębić ostatecznie dołki i w ciągu tygodnia-dwóch zbliżyć się do 4,40. Próby puczu w Rosji jak na razie pozostały bez wpływu na PLN i nie wygląda, aby miało się to zmienić.
- Według naszych szacunków złoty nie jest już niedowartościowany wobec euro ani dolara (wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). Uspokojenie na rynkach i potencjalnie dalsze osłabienie dolara wobec euro powinny 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 ściągnąć €/PLN do 4,40 przed wyborami parlamentarnymi.

Rynek długu – SPW mogą kontynuować umocnienie.

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



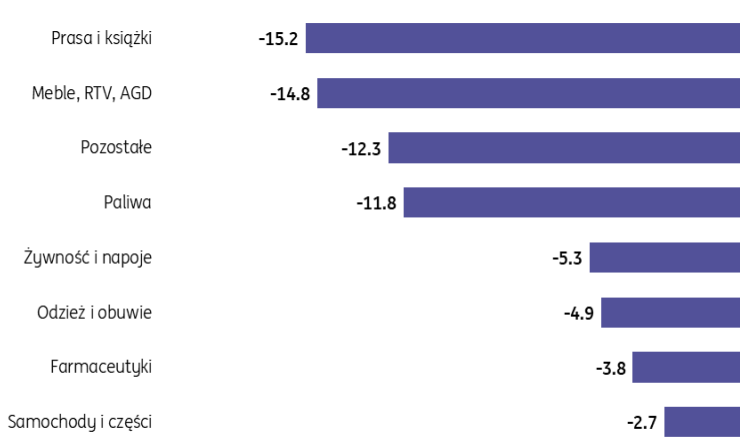
Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Słaby wynik PMI dla strefy euro w ubiegłym tygodniu zatrzymał wzrosty rentowności krótkich obligacji. Inwestorzy obawiają się, że koniunktura w Europie wyhamuje prowadząc do dezinflacji. To ogranicza wycenianą ścieżkę stóp EBC. Widać także napływy na SPW. O ile 2latka zakończyła tydzień bez większych zmian, to dochodowość 10latki spadła o prawie 20pb. Naszym zdaniem wzrost zainteresowania POLGBs będzie utrzymany, zbliża się cykl obniżek stóp w gospodarkach wschodzących, CPI zaskakuje w dół we wszystkich regionach rynków wschodzących i będzie dalej spadała, NBP dołączy do grupy tych krajów które rozpoczną luzowanie wcześniej niż Fed, ECB, BoE, BoC. Dodatkowo MinFin ograniczy podaż obligacji finansując potrzeby poduszką płynnościową.
- Próba puczu w Rosji wg większości analityków nie miała szans powodzenia. To jednak odbywa się w państwie z bronią atomową i jest symptomem wewnętrznej niestabilności Rosji, więc powinno to wspierać popyt na bezpieczne aktywa jak Treasuries. Wpisuje się to w scenariusz spłaszczenia krzywych na rynkach bazowych, zapoczątkowany komentarzami z Fed i EBC. Trend prawdopodobnie zweryfikują piątkowe dane o inflacji PCE z USA.
- Na krajowym rynku spodziewamy się dalszych spadków dochodowości. Podczas weekendowego zjazdu PiS nie pojawiły się nowe duże obietnice wydatkowe, podczas gdy rynek raczej się na to nastawiał. W tym tygodniu uformują się też oczekiwania na krajowe dane makro za czerwiec. Spodziewamy się raczej pesymistycznych wyników, zwłaszcza po stronie wydatków konsumpcyjnych. Będzie to wzmacniać rynkowe oczekiwania na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp jeszcze w tym roku.

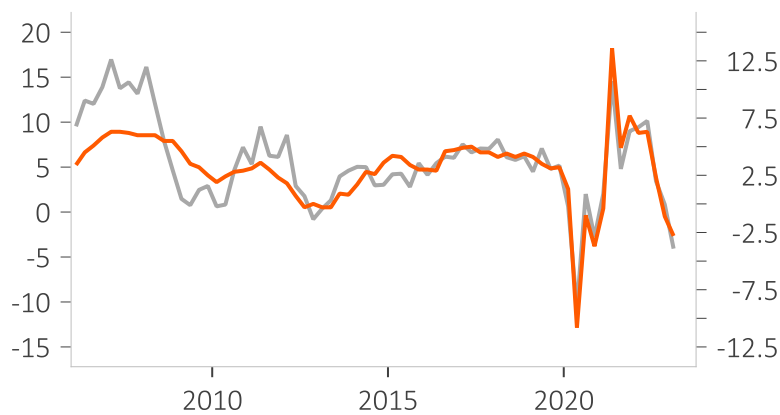
Sprzedaż detaliczna potwierdza słabą konsumpcję w kraju.

Realna sprzedaż detaliczna (%r/r)



Źródło: GUS.

Sprzedaż detaliczna i wydatki konsumpcyjne (%r/r)

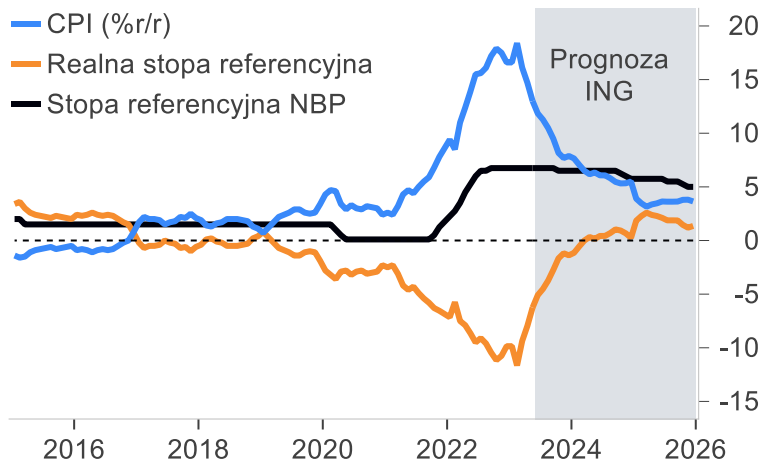


— Wydatki konsumpcyjne, ps — Sprzedaż detaliczna (ceny stałe), ls

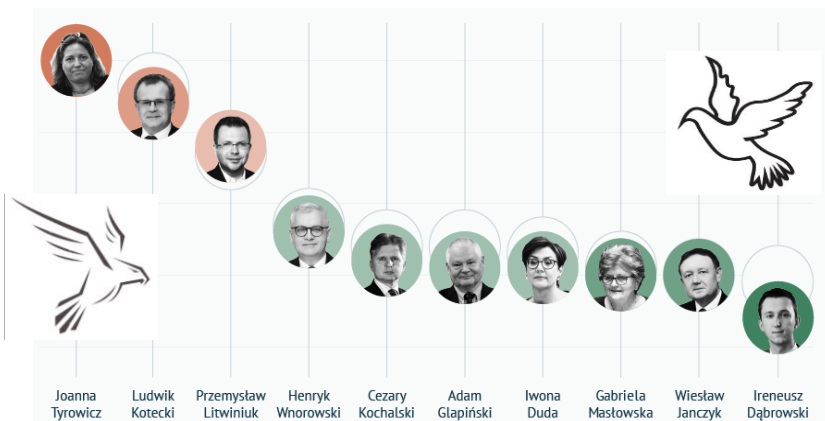
- Sprzedaż detaliczna obniżyła się w maju o 6,8%r/r, po spadku o 7,3% w kwietniu. Po usunięciu czynników sezonowych sprzedaż spadła o 1,1% m/m, po wzroście w analogicznym tempie miesiąc wcześniej. W ujęciu realnym, sprzedaż obniżyła się we wszystkich kategoriach. W przypadku dóbr trwałych spadki nastąpiły w dwucyfrowym tempie: np. meble, RTV, AGD (-14,8%r/r). Wyjątek to sprzedaż aut (-2,7%r/r), gdzie prawdopodobnie trwają dostawy wcześniej zamówionych aut. Pozytywnym sygnałem jest spadek implikowanego deflatora sprzedaży detalicznej do jednocyfrowych poziomów.
- Hamowanie inflacji w warunkach utrzymującego się na dwucyfrowym poziomie wzrostu płac nominalnych powinno sprzyjać stopniowej poprawie realnych dochodów gospodarstw domowych, a w konsekwencji odbudowie konsumpcji prywatnej, jednak proces ten następuje powoli. Wszystko wskazuje, że 2kw23 był trzecim z rzędu kwartałem spadku konsumpcji gospodarstw domowych, a wzrostów powinniśmy oczekiwać w 2poł23. Obawiamy się, że PKB spadnie r/r również w 2kw23.
- Słabość konsumpcji będzie sprzyjała dezinflacji w krótkim terminie, natomiast tendencje średnioterminowe stoją pod większym znakiem zapytania. W kontekście napiętego rynku pracy, wysokiego wzrostu płac i podwyżek płacy minimalnej oraz ekspansywnej polityki pieniężnej, dalszy spadek inflacji po osiągnięciu wysokich jednocyfrowych poziomów będzie coraz trudniejszy i wolniejszy.

RPP coraz bliżej obniżek stóp, jak inne banki krajów wschodzących

Inflacja i stopa referencyjna NBP



Nastawienie członków RPP (ankieta PAP)



- Oceniamy, że szanse na obniżkę stóp NBP (25-50pb) we wrześniu-październiku br. wzrosły do 65% wobec 50% wcześniej. Widzimy parę argumentów: (1) wskazówki prezesa NBP, (2) bliski start cyklu luzowania w innych krajach wschodzących, (3) słaby 2kw23 w polskiej gospodarce.
- Adam Glapiński powiedział, że obniżka stóp jest możliwa pod warunkiem, że inflacja spadnie poniżej 10% r/r, co widzimy we wrześniu (publikacja na początku października). Czy rynki odbiorą to jako błąd w polityce pieniężnej, biorąc pod uwagę, że Fed, EBC i BoE utrzymują jastrzębie nastawienie i zapowiadają dalsze podwyżki? Niekoniecznie, bo wiele banków centralnych z krajów wschodzących również wkrótce rozpocznie cykl obniżek (Chile, Brazylia, Węgry, Czechy), a NBP prawdopodobnie pójdzie w ich ślady. Banki centralne z rynków wschodzących rozpoczęły cykl zacieśniania wcześniej niż te z rynków rozwiniętych i również wcześniej rozpoczną luzowanie, gdyż inflacja CPI zaskakuje w dół we wszystkich regionach rynków wschodzących.
- Jesteśmy jednak mniej optymistyczni niż NBP w ocenie **średnioterminowych perspektyw inflacyjnych**. Polska ma problemy inflacyjne podobne do gospodarek rozwiniętych, ale rozpocznie cykl luzowania razem z krajami wschodzącymi (które mają dodatnie realne stopy). Uważamy, że inflacja bazowa ustabilizuje się na poziomie 5% r/r w średnim terminie (przez napięty rynek pracy, presję płacową, wysoki wzrost płacy minimalnej, ekspansję fiskalną). W rezultacie powrót CPI do celu NBP na poziomie 2,5% będzie prawdopodobnie długim procesem.
- Konkluzja: Początek obniżek stóp procentowych we wrześniu-październiku jest prawdopodobny, możliwe więcej niż jedno cięcie w 2023, kolejne w 2024 roku.

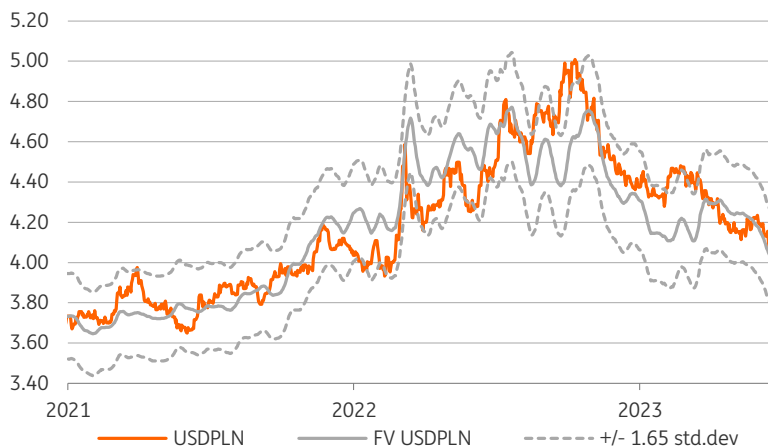
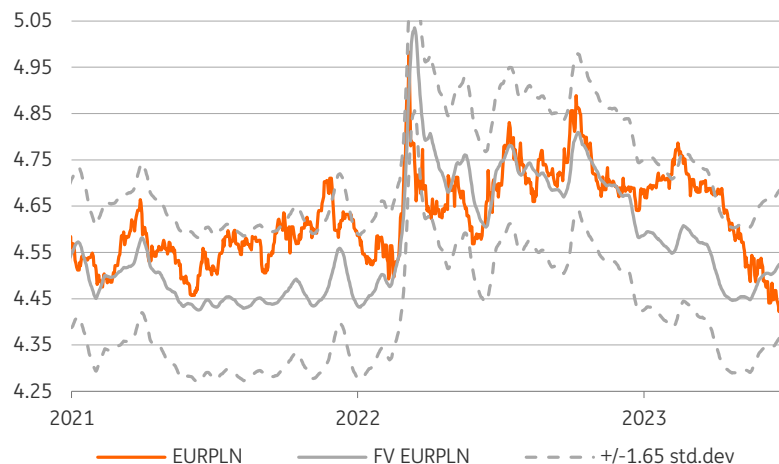
Prognozy walutowe.

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	4.07	4.02	3.90	3.88	3.86	3.77	3.79	3.80	3.73	3.75	3.77	3.79
€/PLN	4.43	4.42	4.41	4.42	4.44	4.45	4.46	4.47	4.48	4.49	4.51	4.52
CHF/PLN	4.58	4.59	4.59	4.59	4.59	4.59	4.59	4.58	4.58	4.59	4.59	4.59
GBP/PLN	5.07	5.04	5.01	5.01	5.00	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.
- Wskazania naszego modelu sugerują, że poziom równowagi w ostatnim czasie lekko wzrósł – m.in. z uwagi na oczekiwania na obniżki stóp w kraju w Polsce i wzrost zmienności. 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 oraz nadziejach na uruchomienie KPO zaraz po wyborach.



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 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.