

# Tygodnik ING

Solidne dane z USA. Dalsze hamowanie inflacji w kraju, coraz bliżej cięć stóp NBP.

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

31 lipca 2023



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



# W skrócie

- W tym tygodniu opublikowana zostanie seria danych z USA. Będą mieć prawdopodobnie duże znaczenie rynkowe, gdyż Fed w ubiegłym tygodniu sugerował, że dla kolejnych decyzji (szczególnie dla ew. wrześniowej podwyżki) istotną rolę odegrają bieżące dane.
- Dziś opublikowane zostaną wyniki ankiety dotyczącej sytuacji na rynku kredytowym prowadzonej przez Rezerwę Federalną. Z poprzednich ankiet wynikało, że banki zmniejszyły swój apetyt na udzielanie kredytów, co potwierdzają dane sugerujące, że spłaty kredytów przewyższają obecnie udzielanie nowych. Potwierdzenie tego trendu to istotne ryzyko spadku aktywności gospodarczej począwszy od 4kw23. W kolejnych dniach poznamy wyniki koniunktury (ISM) oraz raport z rynku pracy (payrolls). Dane powinny potwierdzić dotychczasowy obraz koniunktury w USA, tj. solidne krótkoterminowe perspektywy (np. z uwagi na silny rynek pracy), ale też pewne ryzyka w średnim terminie. Głównym zagrożeniem dla koniunktury w USA jest przekonanie Fed, że bieżący spadek inflacji nie oznacza wygranej, co popycha bank do utrzymywania stóp bez zmian na obecnym wysokim poziomie, dalsze działanie restrykcyjnej polityki pieniężnej będzie chłodzić koniunkturę.
- W lipcu inflacja CPI spadła do 10,8%/r z 11,5%/r (ING 10,9; konsensus 10,9-11%). Jesteśmy na ścieżce do jednocyfrowego odczytu w sierpniu. Ustępują zewnętrzne szoki. Kraje wschodzące już tną stopy (Chile, Węgry, w tym tygodniu Brazylia). Naszym zdaniem NBP dołączy do banków centralnych, który już luzują politykę we wrześniu. Czy to ostatecznie wygrana walka z inflacją? Niekoniecznie, podkreślamy że banki centralne krajów Latam czy nawet amerykański Fed podniosły stopy do poziomów dodatnich. Średnioterminowe perspektywy inflacyjne pozostają niepewne, m.in. z uwagi na prawdopodobne wzrosty regulowanych cen energii z początkiem 2024 i utrzymujący się na dwucyfrowym poziomie wzrost wynagrodzeń, który może się utrzymać przy znaczącym wzroście płacy minimalnej w przyszłym roku.

## Kalendarz makroekonomiczny

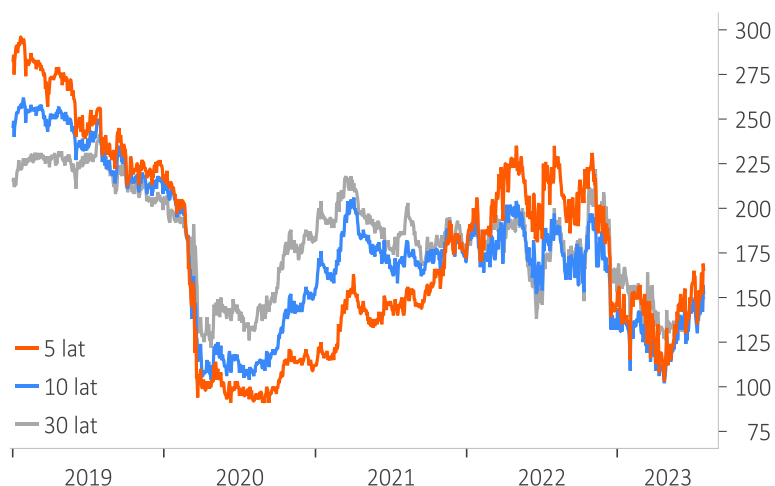
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
1 VIII	Polska	9:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VII	44,3pkt.	44,5pkt.	45,1pkt.
	USA	16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	VII	47,5pkt.	47,0pkt.	46,0pkt.
2 VIII	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	VII	175tys.	185tys.	497tys.
3 VIII	USA	16:00	ISM – usługi	VII	53,0pkt.	53,1pkt.	53,9pkt.
4 VIII	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	VII	200tys.	190tys.	209tys.
			Stopa bezrobocia	VII	3,6%	3,6%	3,6%
			Wynagrodzenia m/m	VII	0,3%	0,3%	0,4%

# Rynki walutowe – €/US\$ może wrócić poniżej 1,10.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

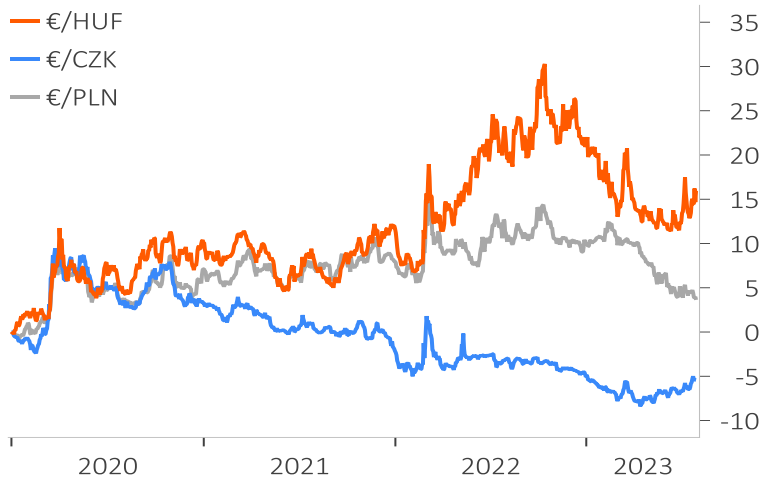


€/US\$:

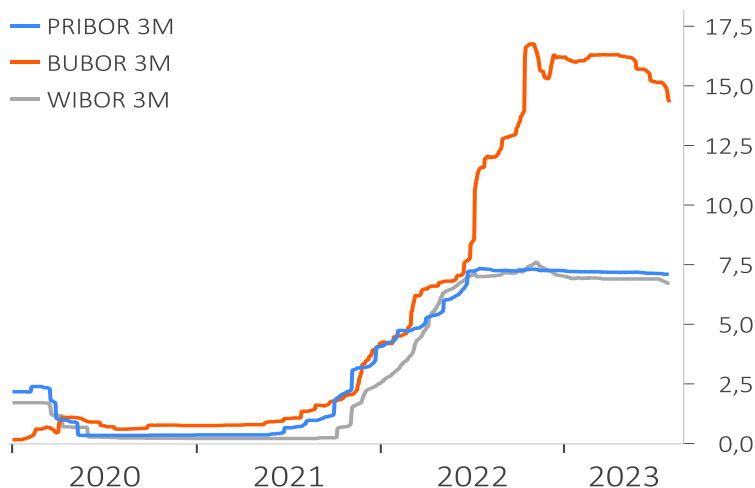
- Wydarzeniami ubiegłego tygodnia były posiedzenia Fed i EBC. Rezerwa Federalna nie była w stanie przekonać rynków do tego, że może kontynuować podwyżki stóp i na długo wstrzyma się z obniżkami. Efektem był wzrost €/US\$ do około 1,1150. Większym zaskoczeniem było jednak pewne złagodzenie retoryki EBC, gdyż w Europie problem inflacji jest bardziej palący. W efekcie zmienność €/US\$ była dość duża, ale w skali tygodnia para przesunęła się tylko z 1,1050 do 1,10.
- Zarówno Fed, jak i EBC sugerowały, że kolejne posunięcia będą uzależnione od bieżących danych. Dlatego najbliższe ruchy €/US\$ powinny silnie zależeć od publikowanych w tym tygodniu wyników makro. Poznamy szczególnie informacje z USA (ISM, czy payrolls). Oczekujemy, że będą generalnie one albo zbliżone do oczekiwań albo lepsze. W połączeniu z mniej jasnymi perspektywami co do dalszych posunięć EBC, niż zakładało wielu inwestorów, może to przełożyć się na nieco dłuższy trend na spadek €/US\$. Spodziewamy się jednak, że sięgnie on nie dalej niż ostatnie dołki ponad 1,08.
- Utrzymujemy nasze prognozy zakładające dalsze osłabienie dolara wobec euro w 2pół23 i 2024. Fed rozpoczął podwyżki stóp wcześniej niż EBC i najprawdopodobniej także szybciej rozpocznie obniżki (nawet jeżeli nastąpi to później niż rynek obecnie wycenia). Ryzyko dla wzrostu €/US\$ aż ponad 1,15 jest jednak duże. Ostatnie dane ze strefy euro na ogół rozczarowały i tworzy to niepewność co do dalszych podwyżek stóp EBC, szczególnie wobec pewnego złagodzenia retoryki Rady Prezesów. Kluczowy z punktu widzenia Fed rynek pracy pozostaje natomiast mocny.

# Rynki walutowe – €/PLN pogłębia tegoroczne dołki.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

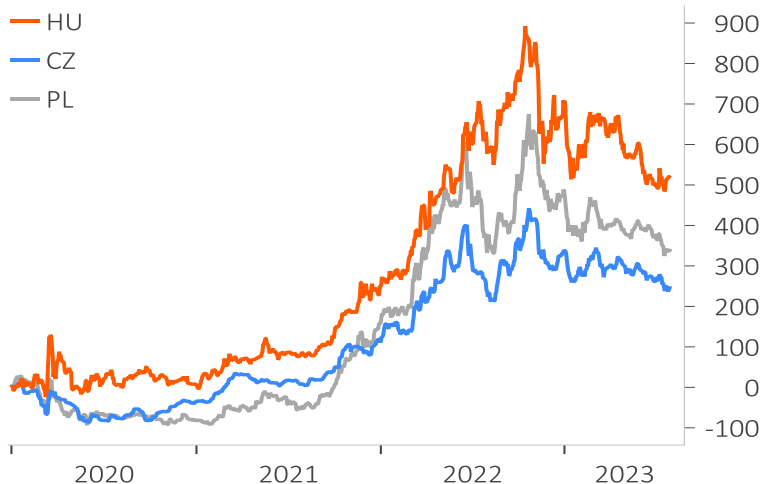


## €/PLN:

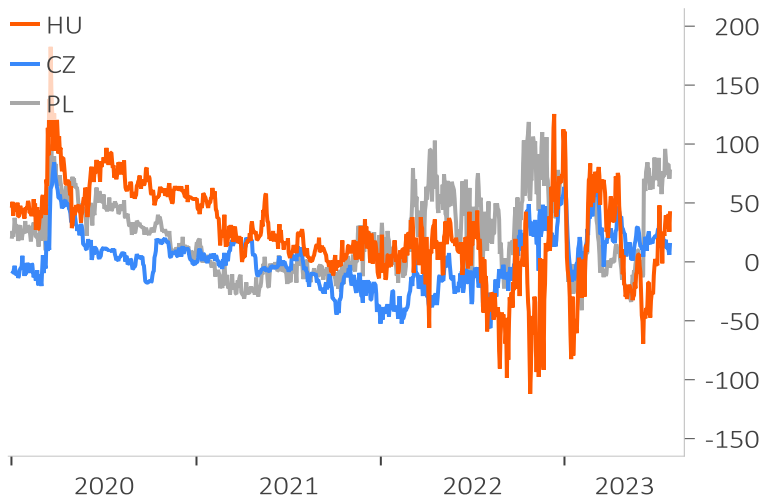
- Złoty w ubiegłym tygodniu kontynuował umocnienie, mimo lekkiego spadku €/US\$. Nie nastąpiło też tradycyjne ostatnio zamykanie pozycji na aprecjacje PLN przed weekendem. Kurs €/PLN dotarł z 4,45 w poniedziałek do 4,41 dziś rano. Udało się złamanie wsparcia w okolicach 4,42 i utworzenie nowych tegorocznych minimów.
- Popyt na złotego pozostaje mocny i póki co nie zmienia tego spadek €/US\$. Para €/PLN prawdopodobnie przetestuje 4,40 na początku sierpnia, i nie wykluczamy, że ruch na krótko sięgnie nieco głębiej. Fundamenty stojące za złotym pozostają sprzyjające (szczególnie nadwyżka w handlu zagranicznym). Do zakupów złotego zachęca też brak negatywnej reakcji naszej waluty np. na ostatnie umocnienie dolara. Dane z kraju mogą wspierać odbudowę oczekiwań na obniżki stóp NBP, ale rynek nie wydaje się tym przejmować.
- Według naszych szacunków złoty pozostaje być przewartościowany wobec euro (vide wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). To argument za korektą / wzrostem €/PLN, choć może do tego nie dojść przed końcem wakacji.
- W okresie wyborczym i po nim ryzyka dla złotego mogą jednak wzrosnąć. Aktualne sondaże wskazują, że także po wyborach trudne może być przeforsowanie zmian legislacyjnych, które powinny umożliwić szybki dostęp do środków z Funduszu Odbudowy. Spodziewamy się też stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego w kraju (rosnące płace realne), co może zmniejszyć nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski.

# Rynek długu – Dane z USA nie pozwolą na umocnienie długu.

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



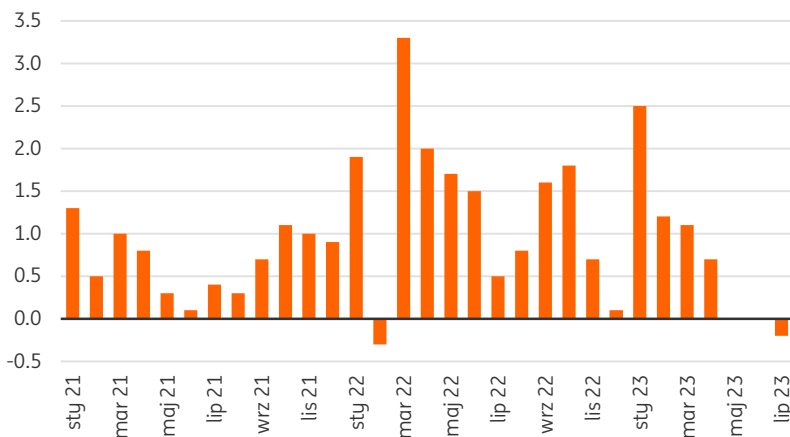
## Asset swapy 10L w CEE od 2019



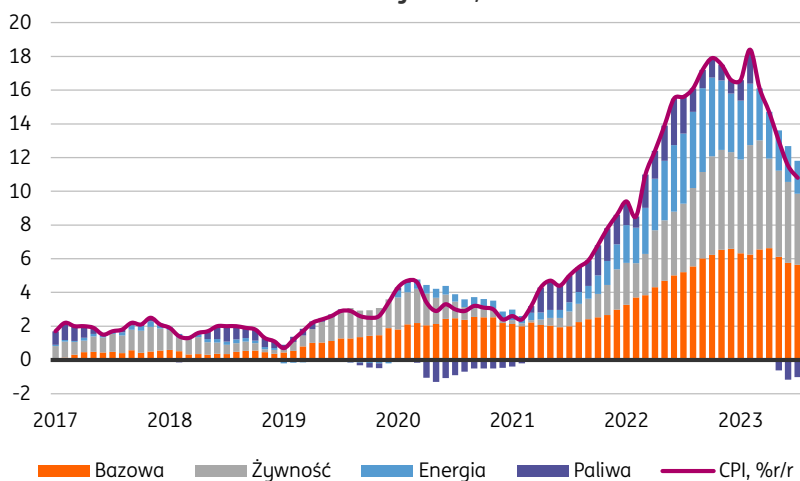
- W ubiegłym tygodniu amerykańska krzywa podniosła się 5pb na krótkim końcu i 15pb na długim. Bund osłabił się o około 7pb, ale niemiecka 2latka zyskała 2pb. Sugeruje to, że rozczarowanie retoryką Fed i EBC nie było tak duże, jak sugeruje zachowanie np. €/US\$. Rentowność krajowej 2latki wzrosła o 10pb, przez hamowanie agresywnych oczekiwań na obniżki stóp NBP. 10-latka zakończyła tydzień bez zmian.
- Publikowane w tym tygodniu dane z USA (m.in. ISM i payrolls) mogą podtrzymać niewielkie wzrosty rentowności w USA. Dokłada się do tego niespodziewana zmiana polityki kontroli krzywej dochodowości Banku Japonii (dopuszczył on o 50pb większy wzrost rentowności lokalnej 10latki). Na krzywej niemieckiej oczekujemy stabilizacji lub małych spadków rentowności, w reakcji na zesłotygodniowe EBC.
- Zbliżamy się do końca cykli podwyżek w Fed i EBC (lub już to nastąpiło). Teoretycznie powinno to przynieść spadki rentowności, gdyby dane z Europy nadal rozczarowywały, a inflacja w USA kontynuowała spadek. Jednak rynki finansowe wyceniły już duży spadek inflacji w USA i Eurolandzie a dane o aktywności gospodarczej (szczególnie w USA i Azji bez Chin) są optymistyczne, zaś głównie banki centralne niechętnie mówią o cięciach stóp. Do spadków rentowności na rynkach bazowych potrzebujemy osłabienia danych o aktywności albo zmiany nastawienia banków centralnych, które wciąż wzbraniają się przeciw cięciom stóp.
- W tym tygodniu oczekujemy wystromienia krzywej SPW. Sytuacja na rynkach bazowych raczej nie pozwoli na umocnienie krajowego długiego końca. Natomiast dane o inflacji z kraju wpisują się w scenariusz dezinflacji. Prawdopodobnie dołożą się do tego dane o koniunkturze (PMI), sugerując słaby początek 3kw23 w kraju.

# Coraz bliżej jednocyfrowej inflacji i cięć stóp NBP.

## Ceny konsumpcyjne, %m/m



## Inflacja CPI, %r/r



Źródło: GUS.

- **Lipiec przyniósł kontynuację dezinflacji.** Ceny konsumpcyjne wzrosły w lipcu o 10,8%/r, wobec wzrostu o 11,5%/r w czerwcu. Po dwóch miesiącach stabilizacji, tym razem ceny spadły także w ujęciu m/m o 0,2%, co w dużej mierze zawdzięczamy niższym cenom żywności. Spadek cen żywności o 1,2%m/m był w naszej ocenie w znaczącym stopniu związany obserwowanymi zwykle w miesiącach letnich spadkami cen warzyw i owoców. Ceny paliw wzrosły o 0,4%/m, a ceny nośników energii pozostały bez zmian. W oparciu o wstępne dane szacujemy, że **inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii obniżyła się w lipcu do ok. 10,5%/r z 11,1%/r w czerwcu.**
- W świetle lipcowych danych jest szansa, że jednocyfrowy wzrost cen konsumpcyjnych w ujęciu rocznym zobaczymy już w sierpniu, a z pewnością we wrześniu. Prezes NBP A. Głapiński w swoich wypowiedziach sugerował gotowość do obniżek stóp procentowych po wakacjach, jeżeli inflacja spadnie do jednocyfrowych poziomów i będzie pozostawała w spadkowym trendzie. Na chwilę obecną nakreślony przez prezesa Głapińskiego scenariusz inflacyjny wydaje się realizować. **Spodziewamy się, że we wrześniu RPP obniży stopy procentowe o 25pb, a w październiku oczekujemy kolejnego cięcia, łącznie w 2023 roku 50-75pb.**
- Choć krótkoterminowe tendencje inflacyjne są korzystne, to perspektywy dalszego spadku inflacji w średnim terminie kształtują się już mniej optymistycznie. NBP koncentruje się na spadku inflacji do jednocyfrowych poziomów, jednak droga do celu na poziomie 2,5% (+/- 1 pkt. proc.) pozostaje wyboista i długa. Projekcja NBP wskazuje, że spadek inflacji do celu będzie długotrwały, a łagodzenie polityki pieniężnej tylko ten proces wydłuży. Przestrzeń do znaczącego spadku stóp w krótkim terminie jest w naszej ocenie ograniczona.

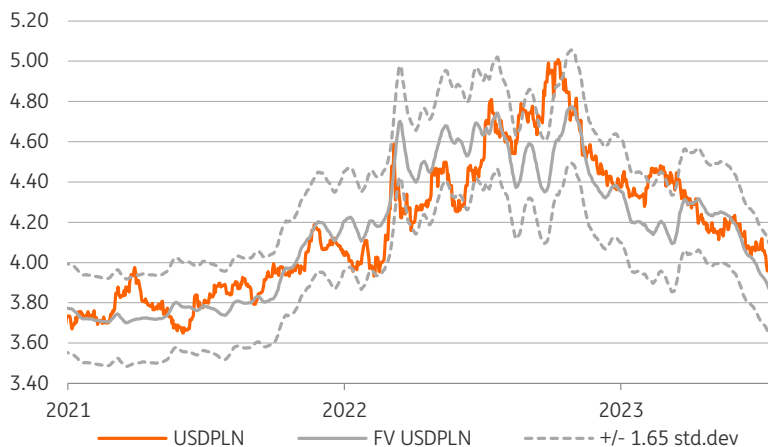
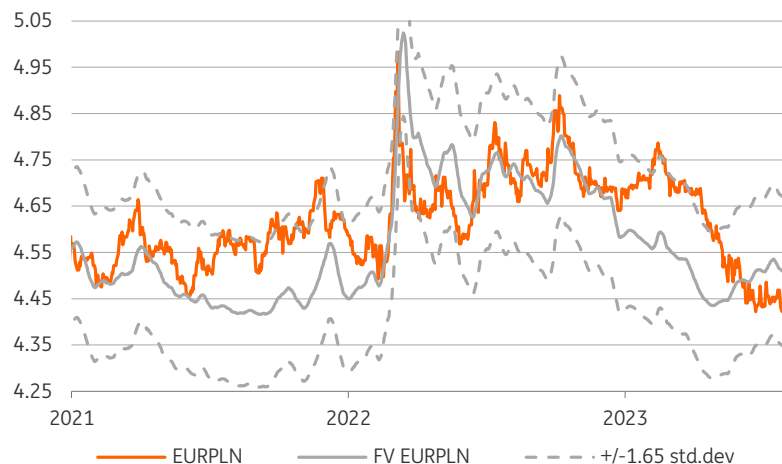
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
US\$/PLN	4.02	3.90	3.91	3.91	3.84	3.85	3.87	3.79	3.79	3.79	3.79	3.80
€/PLN	4.42	4.41	4.45	4.49	4.53	4.54	4.54	4.55	4.54	4.53	4.52	4.52
CHF/PLN	4.59	4.59	4.62	4.64	4.67	4.66	4.66	4.65	4.63	4.61	4.59	4.58
GBP/PLN	5.04	5.01	5.04	5.06	5.09	5.10	5.11	5.13	5.12	5.11	5.11	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 €/PLN w ostatnim nadal lekko rósł – m.in. z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp w Polsce (więcej niż sugerowało forward guidance prezesa NBP). Wygląda na to, że rynek przestał wyceniać jakiegokolwiek 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. Oczekiwania na szybkie obniżki stóp Fed sugerują pole do umocnienia do dolara.



## 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](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto:Adam.Antoniak@ing.pl)

E [Michal.Rubaszek@ing.pl](mailto: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.