

# Tygodnik ING

Rynek pracy w USA nadal mocny. Skok potrzeb pożyczkowych polskiego budżetu w 2024 roku wymaga dużego wzrostu zaangażowania inwestorów zagranicznych.

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

29 sierpnia 2023



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



# W skrócie

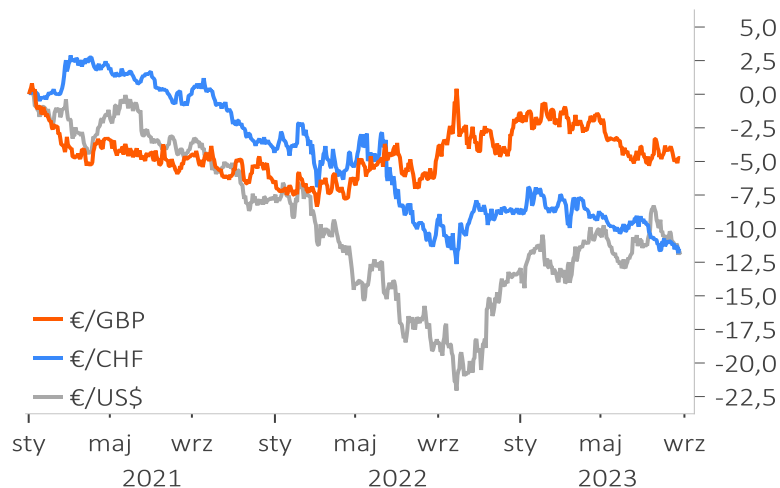
- Wystąpienie Prezesa Fed J. Powella było kulminacyjnym punktem ub. tygodnia. Przekaz Powella był jastrzębi, ale prezes zasugerował, że na posiedzeniu 19-20 września stopy nie zostaną zmienione. Rynek widzi 50% szans na podwyżkę w 2poł23.
- Spodziewamy się, że FOMC raczej nie zdecyduje się na kolejne podwyżki ze względu na najwyższe od ponad dwóch dekad koszty pożyczkowe kredytów hipotecznych czy konsumpcyjnych, czy wydrenowanie oszczędności po pandemii, co sugeruje że mocny wzrost PKB USA w 3kw23 (>3%, SAAR) jest trudny do utrzymania w 4Q24. 2024 będzie rokiem obniżek stóp Fed do poziomu neutralnego.
- Punktem uwagi w Eurolandzie będą dane inflacyjne. Słaba koniunktura podkopuje szanse na wrześniową podwyżkę, ECB jest podzielone w opiniach, tempo spadku inflacji bazowej (wcześniej słabe) przesądzi czy do podwyżki ECB dojdzie w następnym miesiącu.
- W 2024 potrzeby pożyczkowe netto polskiego budżetu skoczą o 55% do 225,4 mld wobec 143 mld w 2023. W tym roku oszczędności netto w krajowym sektorze bankowym pozwalają na pokrycie ~2/3 potrzeb budżetu netto, ale w 2024 wystarczą na 1/3 tych potrzeb. Dlatego w 2024 roku ich finansowanie będzie mocno zależało od popytu inwestorów zagranicznych, podczas gdy w 2023 ich aktywność jest bardzo niska i raczej omijają polski rynek obligacji rządowych w PLN, co pokazuje spadek ich stanu posiadania POLGBs...

## Kalendarz makroekonomiczny

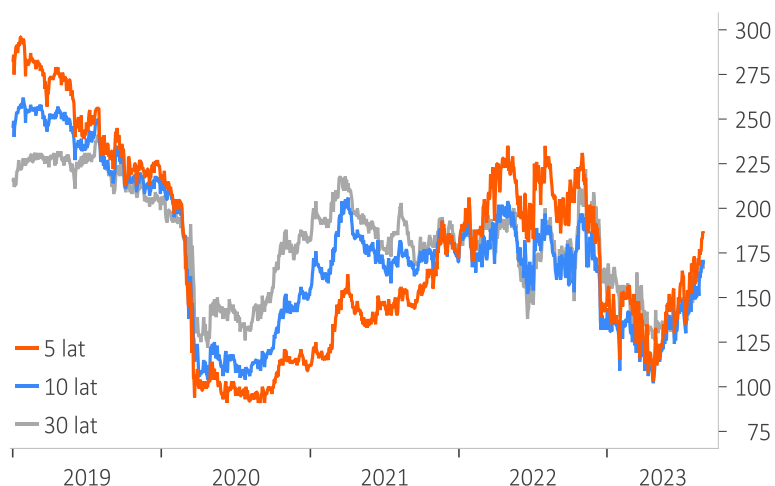
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
30 VIII	Niemcy	14:00	CPI r/r	VIII	6,0%	6,0%	6,2%
	USA	14:15	Zatr. w sektorze prywatnym (ADP)	VIII	150tys.	195tys.	324tys.
		14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	2,4%	2,4%	2,4%
31 VIII	Polska	10:00	PKB r/r (dane szczegółowe)	II kw.	-0,5%	-	-0,5%
			CPI r/r	VIII	-	-	10,8%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VIII	4,9%	5,1%	5,3%
			Inflacja bazowa r/r	VIII	5,4%	5,3%	5,5%
	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	VII	4,2%	4,2%	4,1%
1 IX	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	VIII	175tys.	168tys.	187tys.
			Stopa bezrobocia	VIII	3,5%	3,5%	3,5%
			Średnie zarobki godzinowe r/r	VIII	-	4,4%	4,4%
			16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	VIII	47,5pkt.	46,9pkt.

# Rynki walutowe – €/US\$ może pogłębić ostatecznie dołki.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

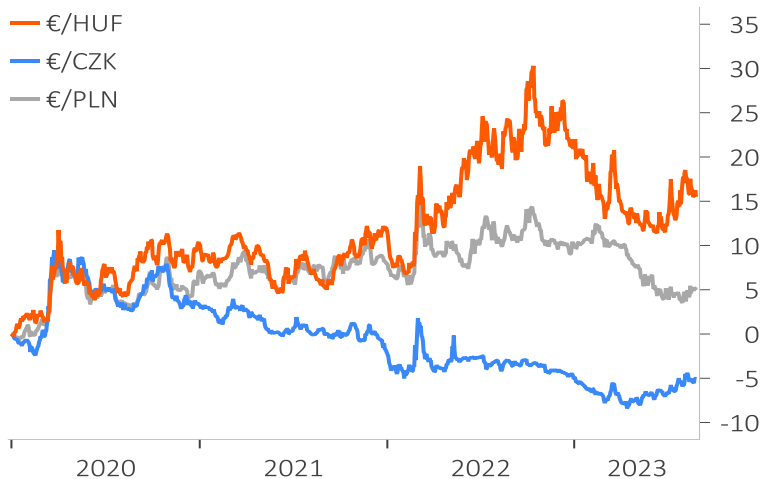


€/US\$:

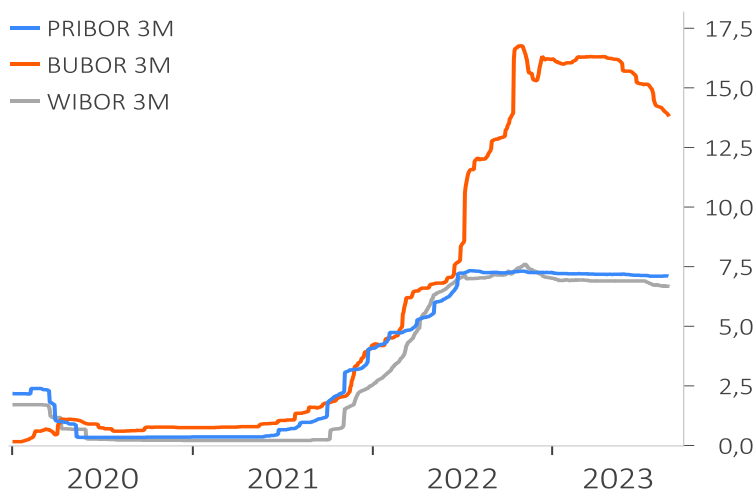
- Ubiegły tydzień przyniósł dalszy spadek €/US\$ z 1,0870 do 1,08 dziś rano, co jest najniższym poziomem od połowy czerwca. Najniżej para dotarła do 1,0770. To efekt kolejnych słabych danych z Europy oraz komentarzy z Fed wskazujących, że od obniżek stóp w USA jest daleko.
- To czy w tym tygodniu dojdzie do prób pogłębienia dołków przez €/US\$ zależy od układu danych z USA i Eurolandu, tj. danych z rynku pracy w USA i inflacji ze strefy euro. Mocne dane z rynku pracy i jednocześnie niższa inflacja z Eurolandu będą premiować dolara. Techniczne zasięg ruchu / spadku nie powinien przekroczyć €/US\$ do 1,0600-1,0650. W razie zaskoczeń w dół stronę (słabsze payrolls, wyższa inflacja w strefie euro) liczymy na test ostatnich szczytów na 1,0880-1,09.
- Ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego wzrost €/US\$ zdecydowanie ponad 1,10 na przełomie roku zdecydowanie wzrosło. Mimo wyraźnego wyhamowania inflacji w USA, Rezerwa Federalna wyraźnie komunikuje, że w najbliższych miesiącach nie planuje obniżek stóp procentowych. Kondycja amerykańskiej gospodarki, a szczególnie rynku pracy, pozostaje na tyle mocna, że jest to scenariusz wiarygodny. Z kolei dane ze strefy euro ostatnio praktycznie wyłącznie rozczarowują. Dotyczy to szczególnie największych gospodarek, zwłaszcza Niemiec. Zmniejsza to prawdopodobieństwo, że EBC zdecyduje się na dalsze podwyżki stóp, aby walczyć z uporczywie wysoką inflacją bazową.

# Rynki walutowe – Ryzyko osłabienia złotego.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

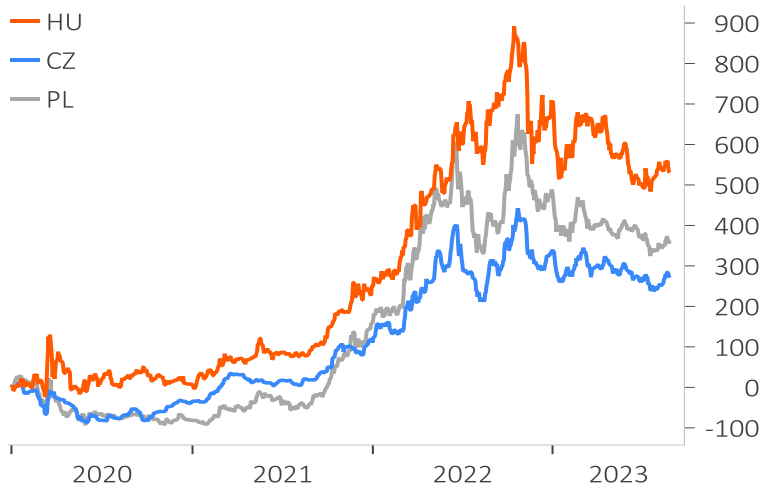


## €/PLN:

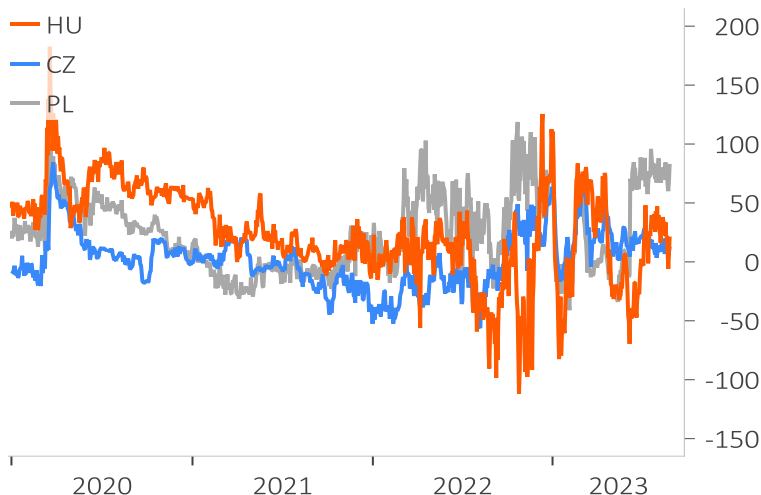
- Złoty i inne waluty CEE zniosły ubiegły tydzień relatywnie dobrze. Mimo umocnienia dolara, czy słabych danych ze strefy euro i kraju, kurs €/PLN od ponad tygodnia utrzymuje się w trendzie bocznym wokół 4,47.
- Mocniejszy dolar to na ogół ryzyko dla walut CEE. Dlatego w drugiej połowie tygodnia widzimy ryzyko ograniczonego wzrostu €/PLN, nie dalej jak do 4,50. Na razie nie widać jednak perspektyw na duże osłabienie złotego w najbliższym czasie. PLN dobrze zniósł spadek €/US\$ już w ubiegłym tygodniu. Niezmiennie krajową walutę wspiera też nadwyżka handlowa Polski, a ostatnie dane z głównych gospodarek wspierają oczekiwania na relatywnie szybkie obniżki stóp EBC, czy Fed, co generalnie jest dla walut EM korzystne.
- Według naszych szacunków złoty pozostaje przewartościowany wobec euro (vide wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). Kurs €/PLN nie zbliża się już jednak do ostatnich dołków. Możliwe, że Ministerstwo Finansów mniej chętnie wymienia waluty na rynku bliżej 4,40.
- W okresie wyborczym i po nim ryzyka dla złotego mogą wzrosnąć. Aktualne sondaże wskazują, że także po wyborach trudne może być przeforsowanie zmian legislacyjnych, które są potrzebne do odblokowania środków z Funduszu Odbudowy i bezproblemową absorpcję funduszy spójności. To ważne dla PLN ale także finansowanie budżetu. Spodziewamy się też stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego w kraju (rosnące płace realne), co może zmniejszyć nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski.

# Rynek długu – Oczekujemy stromienia krzywej SPW.

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



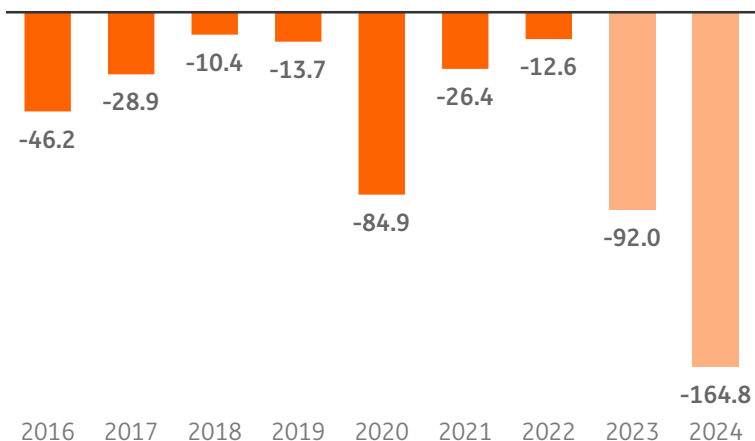
## Asset swapy 10L w CEE od 2019



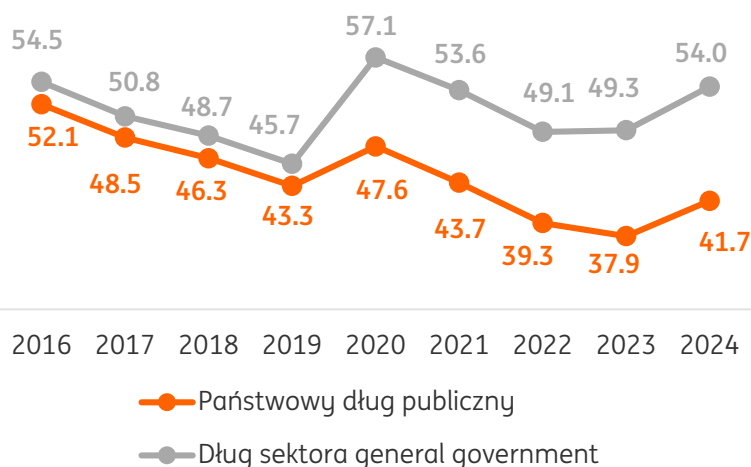
- W zeszłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu spreadu między krzywą amerykańską i niemiecką. Bund umocnił się o około 8pb, m.in. za sprawą słabych PMI ze strefy euro. W przypadku amerykańskiej 10latki było to 3pb. Wystąpienie J.Powell'a podczas konferencji w Jackson Hole spełniło oczekiwania inwestorów i nie spowodowało większej reakcji rynku. SPW zakończyły tydzień bez większych zmian. Po umocnieniu długu na początku tygodnia, na rynku wtórnym negatywnie zaważyła duża aukcja sprzedaży, a także projekt budżetu na 2024 z dużymi potrzebami pożyczkowymi.
- W tym tygodniu oczekujemy dalszego wzrostu spreadu pomiędzy krzywą amerykańską i niemiecką. W naszej ocenie odbędzie się to przez relatywnie większy wzrost rentowności obligacji USA. Liczymy na zbliżone do konsensusu dane z USA (m.in. ISM i payrolls), z kolei w Europie spodziewamy się nieco szybszego hamowania inflacji. Nie widać też powodów, aby obawy o wyższe podaże Treasuries miały w najbliższym czasie wygasnąć, szczególnie wobec słabnącej koniunktury. Kontrastuje to z obawami o koniunkturę w Europie, które gaszą oczekiwania na jakiegokolwiek dalsze podwyżki stóp EBC.
- Na krajowym rynku liczymy na wystromienie krzywej. Szczegóły polskiego PKB za 2kw23 powinny potwierdzić nasze przypuszczenia o słabości konsumpcji. To argument za obniżkami stóp NBP, jak i powód do obaw o generalnie optymistyczne założenia przyszłorocznego budżetu. Długi koniec krzywej powinien wyceniać obawy o duże podaże SPW, w 2024 potrzeby pożyczkowe netto budżetu skoczą o 55% i MinFin będzie mocno polegał na dotychczas ostrożnie nastawionych inwestorach zagranicznych. Nałoży się na to raczej niekorzystna sytuacja na rynkach bazowych, co może dodatkowo zaszkodzić dla długich SPW.

# Wysokie potrzeby pożyczkowe w przyszłorocznym budżecie.

Saldo budżetu państwa (kasowo), mld PLN



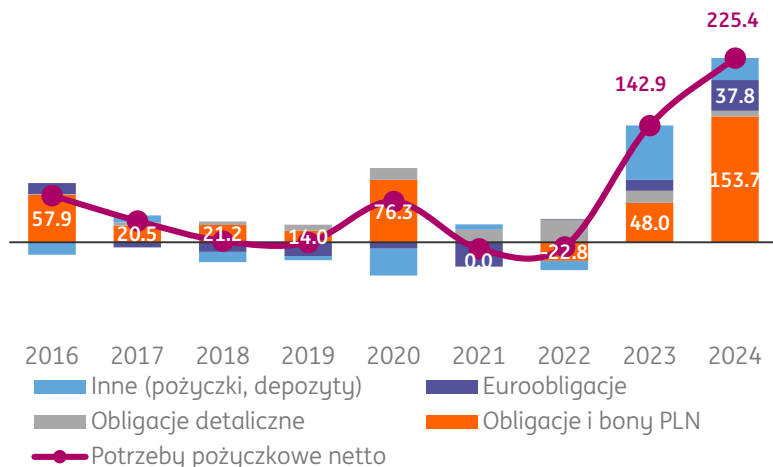
Dług publiczny w % PKB (projekt ustawy budżetowej)



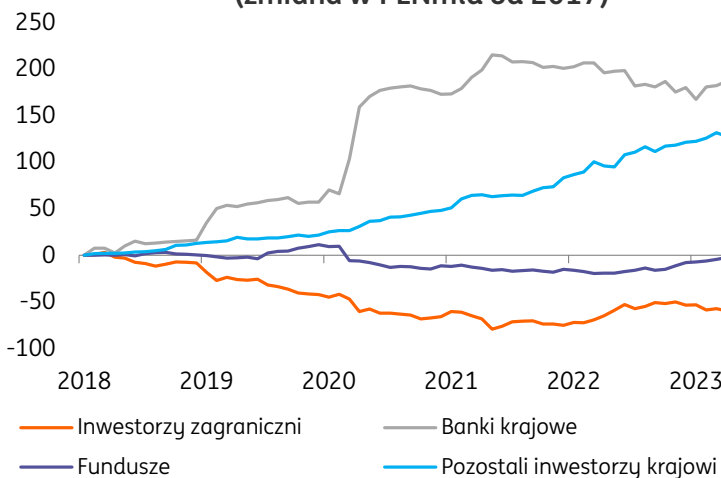
- Z projektu ustawy budżetowej na 2024 wynika, że potrzeby pożyczkowe netto w przyszłym roku wyniosą PLN225,4mld wobec szacowanych na 2023 potrzeb w wysokości PLN143mld, przy deficytach budżetowych planowanych na poziomie odpowiednio PLN164,8mld i PLN92,0mld. Potrzeby pożyczkowe brutto (potrzeby netto powiększone o wykup zapadających obligacji) w 2024 szacowane na PLN420,6mld, wobec PLN280,9mld przewidywanych w 2023.
- Finansowanie krajowe potrzeb pożyczkowych netto ma wynieść PLN160,7mld, a zagraniczne PLN64,7mld, wobec odpowiednio PLN127,3mld i PLN15,7mld w tym roku. Emisje euroobligacji (netto) planowane są na PLN37,8mld. Ponadto rząd zakłada dodatkowo saldo pożyczki z Unii Europejskiej (UE) z tytułu Europejskiego Instrumentu na Rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności w wysokości PLN28,6mld.
- Wysoki poziom potrzeb pożyczkowych i deficytu jest spowodowany głównie dużym wzrostem wydatków budżetowych w 2024 roku. Projekt ustawy przewiduje wzrost wydatków budżetowych w 2024 o 22,3%, przy wzroście dochodów o 15,0%.
- Znaczący jest nie tylko wzrost deficytu centralnego, ale także wydatków realizowanych poza budżetem centralnym, co obrazuje większy skok długu wg definicji unijnej niż długu wg definicji krajowej.
- Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024 szacowany jest na 54,0%PKB, wobec 49,3%PKB na koniec 2023. Państwowy dług publiczny jest oczekiwany na 41,7%PKB w 2024 vs. 37,9%PKB w 2023.

# Finansowanie potrzeb w 2024 mocna zależne od inwestorów zagranicznych

Potrzeby pożyczkowe netto, mld PLN



Główne grupy inwestorów na rynku SPW (zmiana w PLNmld od 2017)



- W 2023 roku finansowanie potrzeb pożyczkowych odbywa się przy dużym udziale krajowego sektora bankowego. Wysoka dynamika depozytów i spowolnienie kredytowe powodują, że przyrost oszczędności netto w krajowym sektorze bankowym może pokryć nawet ponad 2/3 łącznych potrzeb pożyczkowych netto budżetu.
- Nasze prognozy depozytów i kredytów na 2024 rok wskazują jednak, że sytuacja zmieni się w roku 2024, sektor bankowy będzie w stanie pokryć tylko 1/3 z wysokich potrzeb pożyczkowych netto budżetu.
- To oznacza, że finansowanie budżetu będzie mocno zależało od inwestorów zagranicznych. Dotyczy to zarówno emisji długu w walutach obcych (MinFin zakłada finansowanie netto z emisji obligacji zagranicznych na wysokim poziomie ok. PLN38mld wobec ok. PLN13mld w tym roku).
- Budżet potrzebuje także istotnego wzrostu popytu ze strony inwestorów zagranicznych na papiery skarbowe denominowane w złotych. W 2024 MinFin chce uplasować na rynku ponad PLN100mld w POLGBs (netto), wobec ok. PLN60mld w 2023. Co więcej, MinFin chce pozyskać z krajowego rynku PLN54,5mld w formie bonów skarbowych (netto), na co głównie złożą się krajowe banki.
- Plan finansowania potrzeb pożyczkowych zakłada także pozyskanie 28,6 mld PLN z kredytów z UE dostępnych w ramach KPO. W 2023 nie udało się uruchomić KPO.
- Zabezpieczeniem budżetu jest wciąż wysoka poduszka płynnościowa, MinFin będzie zapewne kontynuował politykę wysokich podaży w 2pół23 i utrzymywał wysoką poduszkę płynnościową.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ING.

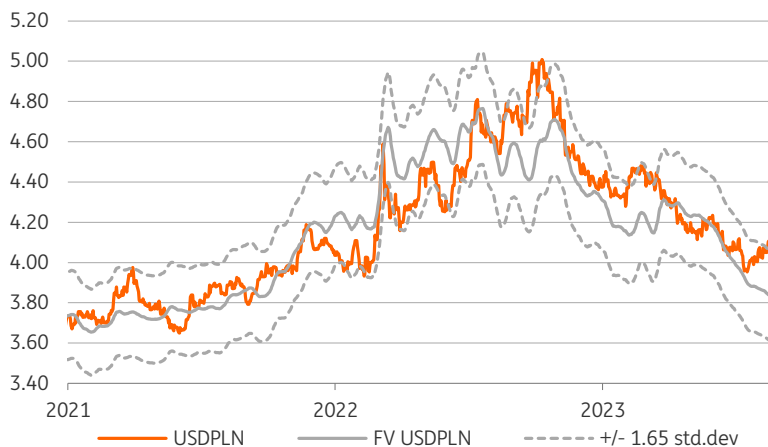
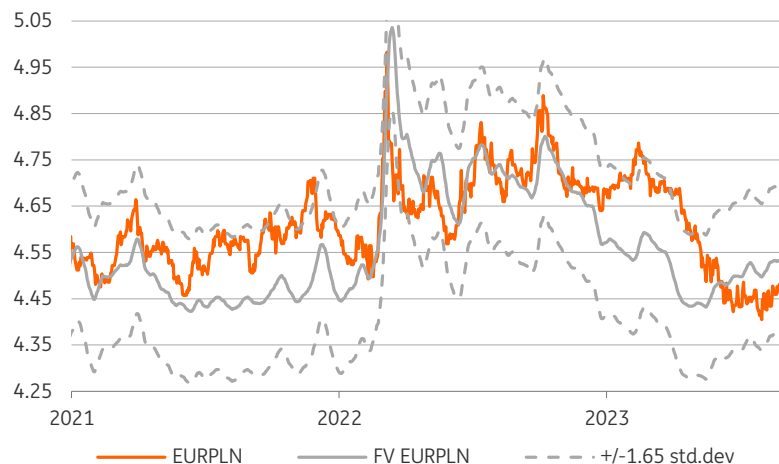
# Prognozy walutowe.

## 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 złoty jest lekko przewartościowany wobec euro. Poziom równowagi dla €/PLN w poprzednich tygodniach wzrósł, m.in. z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp w Polsce. Złoty jest jednak niedowartościowany wobec dolara. Amerykańska waluta umocniła się, a €/US\$ zbliża do tegorocznych dołków. Tak mocnego ruchu nie wspiera jednak równia stóp (swapów) procentowych między euro i dolarem.





## 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.