

Tygodnik ING

RPP we wrześniu rozpocznie obniżki stóp.

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

5 września 2023



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



W skrócie

- Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia będzie środowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP), która powinna przynieść początek cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Oczekujemy, że już w tym tygodniu RPP obniży stopy NBP o 25pb, a kolejne miesiące przyniosą dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. W tym roku oczekujemy obniżek stóp o łącznie 75pb. Rynek wycenia więcej, ale zakłada poluzowanie o 50pb na niektórych posiedzeniach. Naszym zdaniem komentarze z Rady nie wskazują, aby RPP była gotowa do jednorazowych zmian stóp o więcej niż 25pb.
- W tym tygodniu inwestorzy skoncentrują uwagę na decyzjach centralnych Australii we wtorek i Kanady w środę (spodziewamy się niezmiennych stóp procentowych) oraz koniunkturze w usługach (finalne PMI z Europy i USA oraz usługowy ISM dla USA). Ważne będą też komentarze bankierów centralnych z EBC i Fed przed decyzjami głównych banków centralnych w kolejnym tygodniu (EBC) i za dwa tygodnie (Fed).
- W tym tygodniu rynek walutowy będzie śledził posiedzenie RPP. Spodziewamy się obniżki stóp i komentarza wskazującego, że nadchodzą kolejne. Taki scenariusz jest już obecnie wyceniany przez rynek, więc nie spodziewamy się, aby miało to wywołać dużą przecenę PLN. Liczymy raczej na umiarkowany wzrost €/PLN, ale już okolice 4,48 będą stanowić barierę trudną do sforsowania. Szanse na powrót ponad 4,50 są póki co małe, o ile nie dojdzie do większego umocnienia dolara.
- Także rynek obligacji skupi się na wynikach posiedzenia RPP. W naszej ocenie retoryka Rady będzie wspierać oczekiwania na cały cykl obniżek stóp, co powinno pociągnąć rentowności krótkich SPW niżej. Na długim końcu ryzykiem pozostają zapowiedzi gigantycznych podaży długu w przyszłym roku (+50% w ujęciu netto), choć nie wykluczamy, że do przeceny dojdzie dopiero gdy MF poda skalę kolejnego przetargu. Widzimy ryzyko umiarkowanego wzrostu rentowności długich SPW, połączone z rozszerzeniem asset swapów. Rynek oczekuje dużych podaży, ale premia kredytowa w długim końcu polskiej krzywej uwzględnia już trochę takich ryzyk.

Kalendarz makroekonomiczny

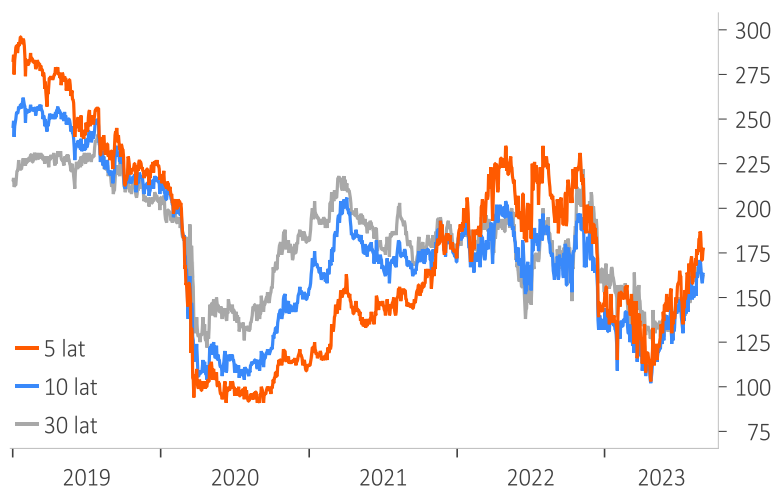
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 IX	USA	16:00	Zamówienia w przemyśle m/m	VII	-3,0%	-2,5%	2,3%
6 IX	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	VII	-3,0%	-5,0%	7,0%
	USA	16:00	ISM - usługi	VIII	52,0pkt.	52,3pkt.	52,7pkt.
	Polska		Decyzja RPP		-25pb	-25pb	b.z.
7 IX	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	VII	0,2%	-0,2%	-0,3%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r – drugi szacunek	II kw.	0,6%	0,6%	1,1%

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

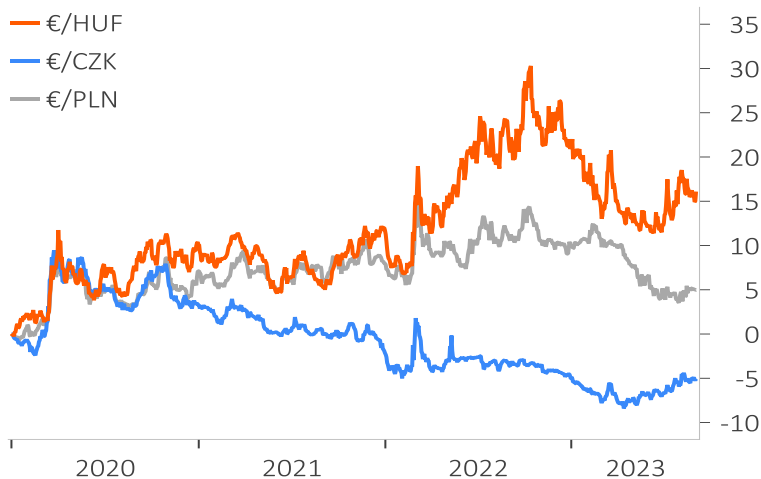


€/US\$:

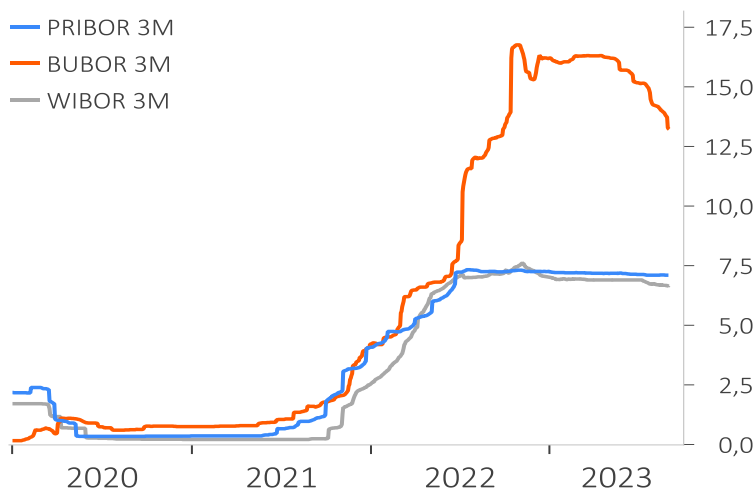
- Kurs €/US\$ rozpoczął i zakończył ubiegły tydzień poniżej 1,08, choć w międzyczasie para dotarła do 1,0950. Inwestorzy widzą oznaki dekonjunktury po obu stronach Atlantyku i zastanawiają się gdzie jest gorzej. W taki obraz wpisały się m.in. piątkowe payrolls – wzrost zatrudnienia w USA pozostaje solidny, ale hamują płace.
- Ubiegły tydzień nie przyniósł przełomu na €/US\$, a w tym może być podobnie. Danych w nadchodzących dniach jest zdecydowanie mniej, tych ważnych nie ma w ogóle. Zakładamy przy tym raczej rozczarowania wynikami z USA. Sugeruje to utrzymanie €/US\$ przy 1,08. Technicznie sytuacja na parze się nie zmieniła – w ubiegłym tygodniu nie udało się ani wybić w dół ani większy wzrost. Kurs ma nadal szanse na powrót bliżej 1,06, ale wymagać to będzie serii mocniejszych danych z USA i wzrostu oczekiwań na kolejną podwyżkę stóp Fed.
- 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 – Decyzja NBP ryzykiem dla PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

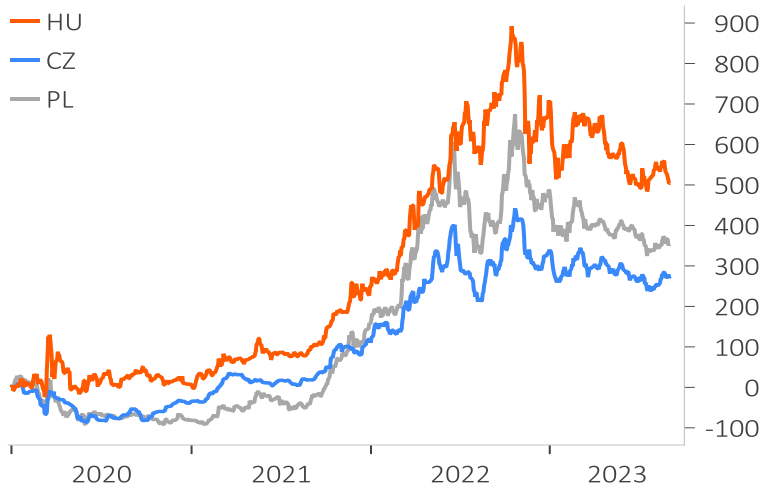


€/PLN:

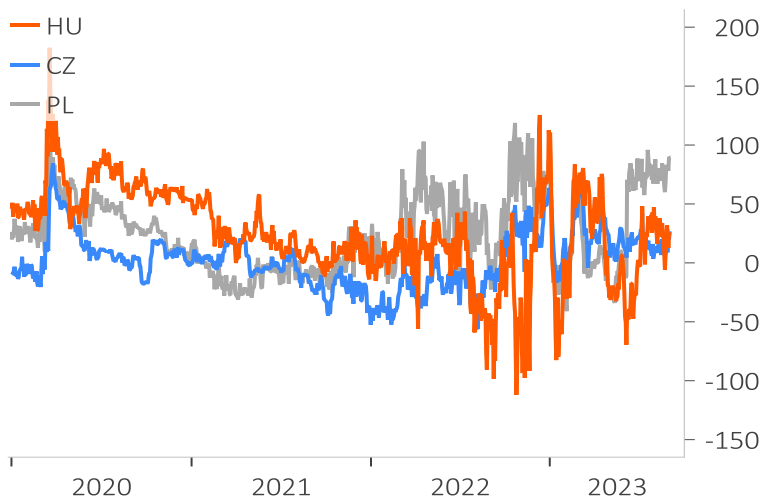
- W ubiegłym tygodniu zaskakująco mało działo się na €/PLN. Kurs mimo zmian dolara utrzymał się w bardzo wąskim przedziale wokół 4,47.
- W tym tygodniu dla złotego kluczowe będą wreszcie wydarzenia z kraju, a konkretnie posiedzenie RPP. Spodziewamy się obniżki stóp i komentarza wskazującego, że nadchodzą kolejne. Taki scenariusz jest już obecnie wyceniany przez rynek, więc nie spodziewamy się, aby miało to wywołać dużą przecenę PLN. Liczymy raczej na umiarkowany wzrost €/PLN, ale już okolice 4,48 będą stanowić barierę trudną do sforsowania. Szanse na powrót ponad 4,50 są póki co małe, o ile nie dojdzie do większego umocnienia dolara.
- 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 – Rynek na razie ignoruje budżet na 2024.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019

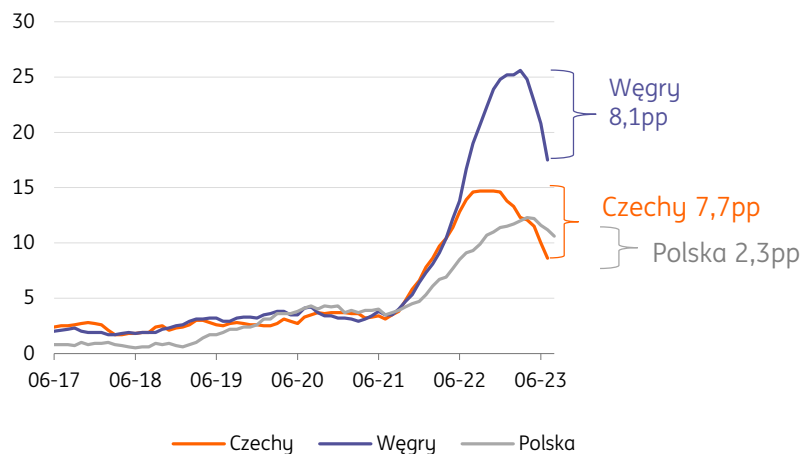


- W ubiegłym tygodniu na rynkach długu widać było przede wszystkim spadek oczekiwań na jakiegokolwiek podwyżki stóp Fed. Amerykański krótki koniec zyskał w ubiegłym tygodniu około 20pb, niemiecki mniej niż 10. Na długim końcu działa się dużo mniej – w USA rentowność 10latki spadła 5pb, w Niemczech praktycznie bez zmian. Z kolei długie SPW opierały się próbom przeceny wywołanym zapowiedziami gigantycznych podaży w projekcie przyszłorocznego budżetu. 10latka zakończyła tydzień 10pb mocniej. Zachowanie krótkiego końca zdeterminowała niepewność co do decyzji NBP w tym tygodniu. Ostatecznie 2latka zakończyła tydzień prawie bez zmian.
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji na zarówno niemieckim i amerykańskim rynku długu. Napływające dane z głównych gospodarek są raczej drugorzędne i nie przesądzą o kolejnych posunięciach Fed i EBC. Utrzymuje się jednak ryzyko dalszego rozszerzenia spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej, tj. wyższe rentowności w USA niż w Niemczech. Inwestorzy obawiają się dużych podaży długu w USA, podczas gdy zapowiedzi fiskalne w Niemczech są mocno ograniczone (zaledwie około 0,2%PKB).
- W przypadku SPW kluczowe będzie posiedzenie RPP. W naszej ocenie retoryka Rady będzie wspierać oczekiwania na cały cykl obniżek stóp, co powinno pociągnąć rentowności krótkich SPW niżej. Na długim końcu ryzykiem pozostają zapowiedzi gigantycznych podaży długu w przyszłym roku (+50% w ujęciu netto), choć nie wykluczamy, że do przeceny dojdzie dopiero gdy MF poda skalę kolejnego przetargu. Widzimy ryzyko wzrostu rentowności długich SPW, połączone z rozszerzeniem asset swapów i spreadów wobec krzywej niemieckiej.

RPP rozpocznie w tym tygodniu cykl obniżek stóp



Inflacja bazowa w Polsce spada wolniej niż w regionie



- Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia będzie śródowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP), która powinna przynieść początek cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.
- Prezes NBP postawił dwa warunki do rozpoczęcia cięć stóp: (1) spadek inflacji do jednocyfrowych poziomów, (2) przekonywująca ścieżka dalszego spadku inflacji.
- Według wstępnego szacunku GUS inflacja wyniosła w sierpniu 10,1%r/r, więc pierwszy z tych warunków nie jest obecnie spełniony, jednak spodziewamy się, że prezes nie będzie pryncypialny w tej kwestii bo wkrótce (we wrześniu) będzie w okolicach 9%r/r, lub nawet poniżej.
- Dodatkowe argumenty za cięciami to fakt, że ścieżka inflacji w 3kw23 i 4kw23 rysuje się obecnie niżej niż w lipcowej projekcji NBP, a wzrost PKB w 2kw23 i perspektywy na 2poł23 kształtują się gorzej niż w lipcowej projekcji NBP.
- Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oczekujemy, że już w tym tygodniu RPP obniży stopy NBP o 25pb, a do końca 2023 stopy NBP mogą spaść łącznie o 75pb. Zdecydowanie bardziej niejasno rysują się perspektywy na 2024. Możliwe iż po kilku obniżkach na przełomie 2022/23 RPP zrobi pauzę, aby upewnić się, że dalszy spadek inflacji nie jest zagrożony.
- Zwracamy uwagę, że perspektywy inflacyjne nie są jednoznacznie pozytywne. Obecny spadek inflacji to zasługa ustępowania zewnętrznych szoków (poprawa w łańcuchach dostaw), spadku cen surowców. Ale inflacja bazowa w Polsce spada dużo wolniej niż w regionie. Naszym zdaniem łączne policy mix jest wciąż zbyt łagodne (z powodu ekspansji fiskalnej). Uważamy, że RPP może kontynuować cięcia nawet w 1poł22, ale docelowy poziom stóp (rynek wycenia 3,75 w połowie 2025) będzie wyższy niż wycena rynkowa.

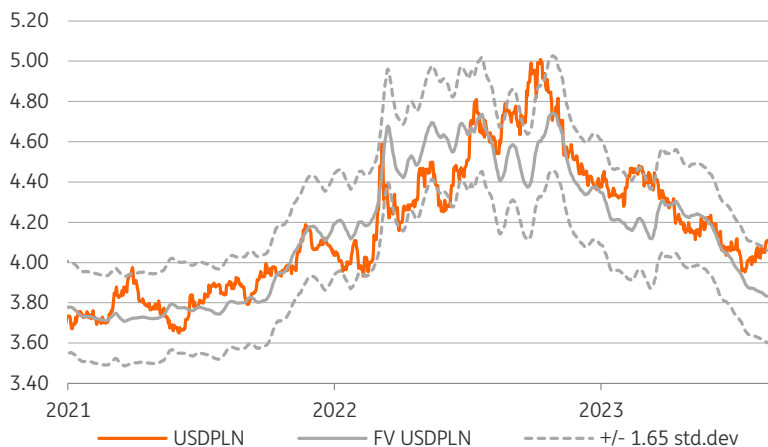
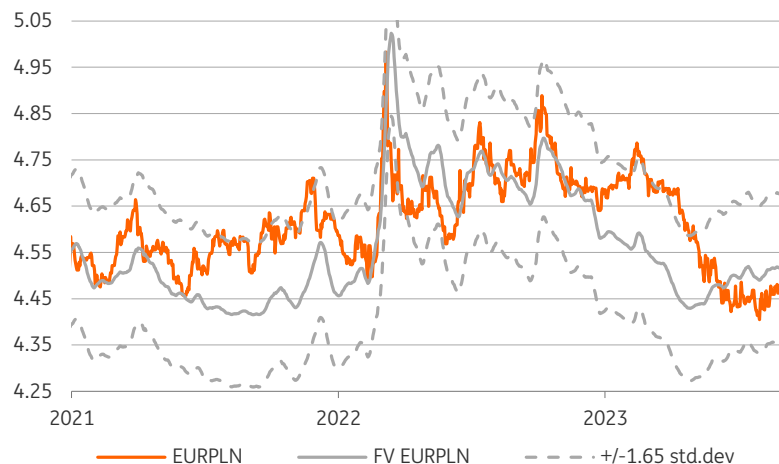
Prognozy walutowe.

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

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.