

Tygodnik ING

Fed utrzyma wysokie stopy na dłużej.
3kw23 punktem zwrotnym w krajowej gospodarce.

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

26 września 2023



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



W skrócie

- Ubiegły tydzień przyniósł dalszy zdecydowany wzrost rentowności na rynkach bazowych, gdzie inwestorzy coraz bardziej wierzą Fed i ECB, że cięcia stóp nie nastąpią szybko, co dodatkowo wspierają wysokie ceny ropy i spadek obaw recesyjnych w USA. Rentowności obligacji w € rosną wolniej bo gospodarka Eurolandu pozostanie raczej w stagnacji w 2poł23. Wskazuje to na m.in. piątkowy PMI, który co prawda był nieco wyższy od oczekiwań, ale wciąż wskazuje na kurczenie się gospodarki. Dane przyniosły jednak dwa pozytywne sygnały: odbicie w usługach (głównie za sprawą Niemiec) oraz sygnały poprawy w niemieckim przemyśle. Dane nieco zmniejszają ryzyko recesji w 2poł23, ale wciąż słabe PKB będzie wspierać utrzymanie niezmiennych stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu EBC. Z kolei w Polsce największy wpływ na wzrost rentowności miała wypowiedź prezesa NBP o „ograniczonej przestrzeni do cięć” - wcześniej NBP wyraźnie odstawał od CNB i NBH a także Fed i ECB ze swoim ultra łagodnym nastawieniem.
- Sierpniowe dane potwierdzają nasze przypuszczenia, że 3kw23 może być punktem zwrotnym w polskiej gospodarce. Wreszcie dźwiga się konsumpcja prywatna (co sugerują m.in. dane o sprzedaży detalicznej), która ma być motorem powolnego ożywienia koniunktury. Także produkcja przemysłowa, budownictwo i handel okazały się lepsze od naszych prognoz. Tym samym rośnie szansa, że w 3kw23 gospodarka uniknie trzeciego z rzędu spadku PKB w ujęciu rocznym. W całym roku wzrost będzie jednak niski (ok. 0,4%).
- W tym tygodniu punktem uwagi zagranicą będą wypowiedzi przedstawicieli Fed i ECB, dane o dochodach i wydatkach i deflatorze PCE z USA, a także inflacja z Eurolandu. Rynki finansowe będą także śledzić rynek ropy-za ostatnimi wzrostami stoi Arabia Saudyjska, która bardziej niż zwykle może kontrolować podaż. Z kraju poznamy wstępny szacunek (flash) inflacji CPI za wrzesień (piątek). Nasze prognozy wskazują na jej wyraźny spadek do 8,3%/r vs 10,1%/r. Do dalszej dezinflacji, poza wysoką bazą odniesienia przyczyniło się kilka czynników, w tym spadek cen żywności (m/m), spadek cen prądu (podniesienie limitu zużycia prądu z zamrożoną ceną) oraz wyraźne spadki cen paliw, pomimo rosnących cen ropy i osłabienia PLN. NBP obniży stopy ale około 50bp do końca 2023 roku.

Kalendarz makroekonomiczny

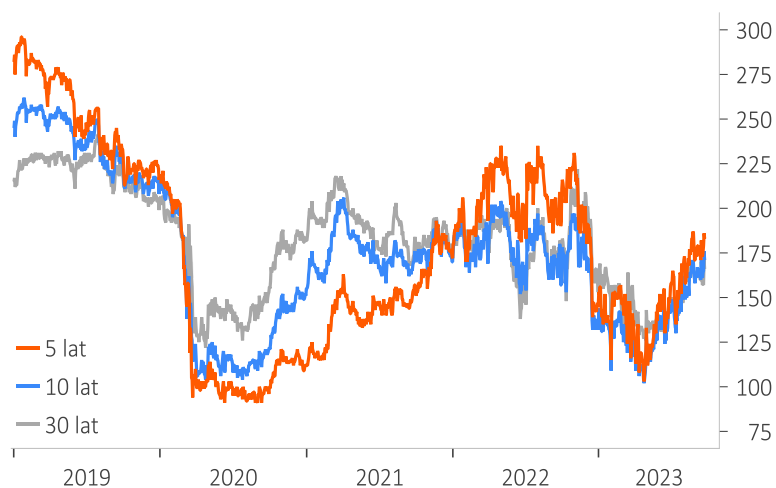
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
26 IX	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	IX	106,2pkt.	105,9pkt.	106,1pkt.
27 IX	USA	1430	Zamówienia na dobra trwałe m/m	VIII	1,0%	-0,4%	-5,2%
28 IX	Niemcy	14:00	HICP r/r – dane wstępne	IX	3,9%	4,6%	6,1%
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR – dane ostateczne	II kw.	2,3%	2,3%	2,1%
29 IX	Polska	10:00	CPI r/r – dane wstępne	IX	8,3%	-	10,1%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r – dane wstępne	IX	4,6%	4,5%	5,2%
			Inflacja bazowa r/r	IX	4,8%	4,8%	5,3%
	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	VIII	0,3%	0,2%	0,2%

Rynki walutowe – Spadek €/US\$, ale raczej w październiku.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

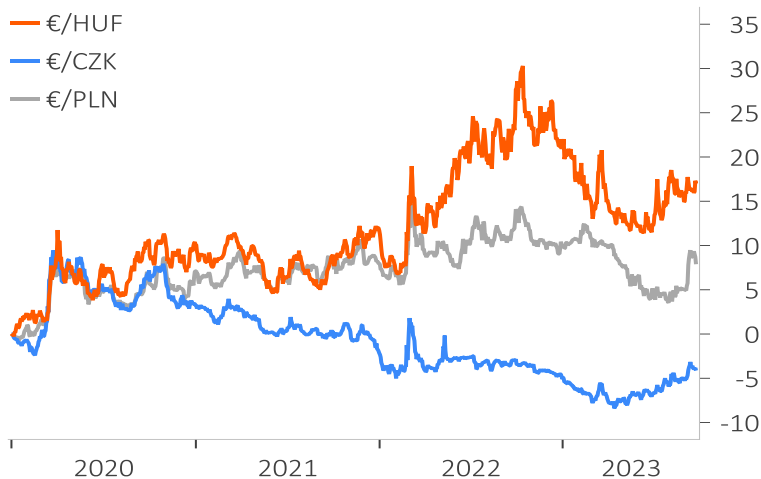


€/US\$:

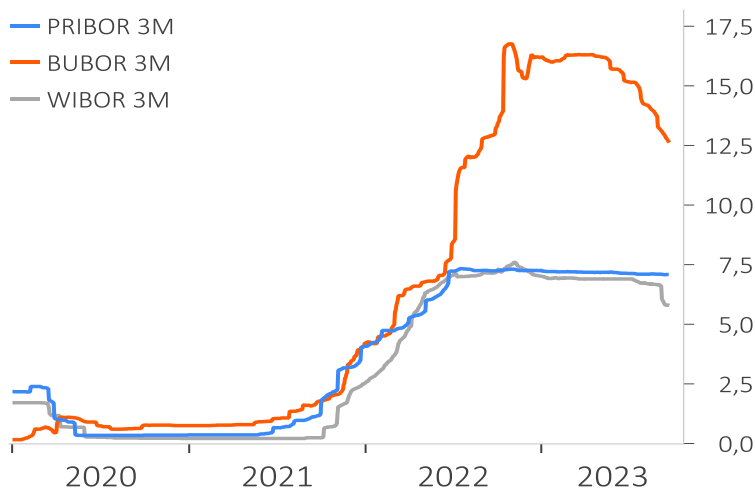
- €/US\$ rozpoczął i skończył ubiegły tydzień przy 1,06. Dolar tracił przed decyzją FOMC. Inwestorzy prawdopodobnie obawiali się, że przekaz z Komitetu odbuduje oczekiwania na zdecydowane obniżki stóp w 2024. Przekaz Fed był jednak jastrzębi (o połowę mniejsza skala obniżek w 2024 wskazywana w dot plot). Nałożyły się na to m.in. niespodziewane przerwy w cyklach podwyżek BoE i SNB. W efekcie €/US\$ wrócił do najniższych poziomów od marca.
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania €/US\$ w trendzie bocznym przy 1,06. Najważniejsze dane, tj. wstępne wyniki inflacji ze strefy euro, poznamy dopiero w piątek i oczekujemy wyników zbliżonych do oczekiwań. Nie spodziewamy się również, aby przełomowe były wystąpienia członków głównych banków centralnych zapowiedziane na ten tydzień, szczególnie, że jesteśmy dopiero co po serii kluczowych posiedzeń i wzrostu rentowności w reakcji na zapewnienia Fed o braku szybkich cięć stóp w 2023-24 roku.
- Widzimy jednak ryzyko pogłębienia spadku przez €/US\$ do okolic 1,05, choć dojdzie do tego raczej już w październiku. Rynek ciągle widzi ryzyko jeszcze jednej podwyżki stóp Fed, ale też przestał ignorować zapowiedzi Fed dotyczące utrzymywania stóp bez zmian po zakończeniu cyklu podwyżek. Z kolei zesłotygodniowe decyzje BoE, czy SNB wpisują się w scenariusz słabnącej koniunktury w Europie.
- Niewątpliwie nadal rośnie więc ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego wzrost €/US\$ zdecydowanie ponad 1,10. Fed prawdopodobnie rozpocznie obniżki przed EBC, ale raczej w mniejszej skali niż jeszcze niedawno wycenił to rynek.

Rynki walutowe – Ryzyka dla PLN nie zniknęły.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

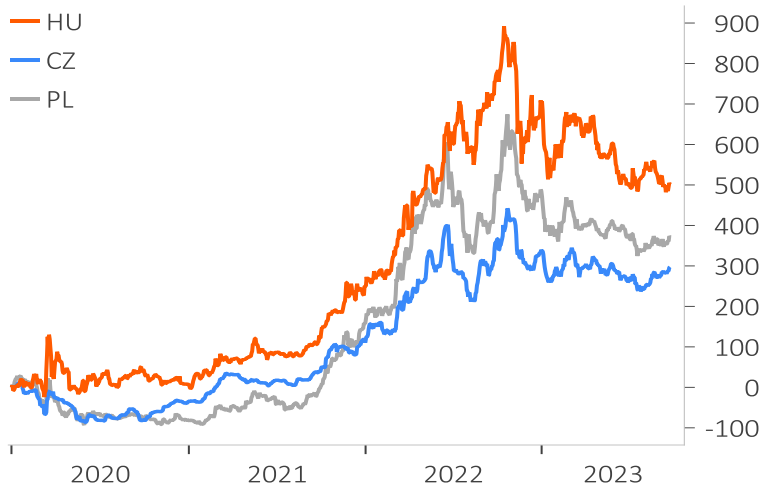


€/PLN:

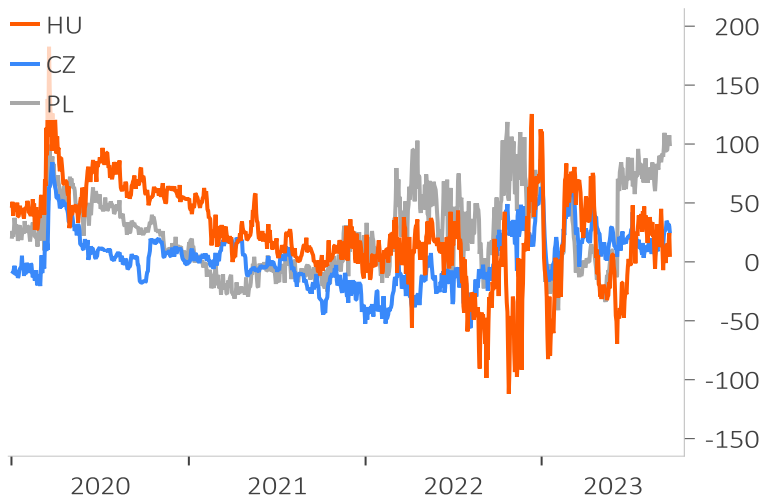
- Kurs €/PLN w ubiegłym tygodniu dotarł z 4,64 ponad 4,67. Potem jednak para wyraźnie obniżyła się i tydzień rozpoczyna przy 4,60. Wsparciem dla PLN były bardziej wyważone komentarze przedstawicieli NBP i rządu, a także nieco lepsze od oczekiwań dane z kraju. Wyhamowało to oczekiwania rynkowe na dalsze agresywne obniżki stóp NBP, rozbudzone po zaskakująco dużej obniżce stóp we wrześniu.
- Na początku tygodnia kursu €/PLN powinien utrzymać się blisko 4,60. W najbliższych dniach ważniejszych danych z kraju i zagranicy brak. Pod koniec tygodnia para może jednak znów się nieco podnieść. Spodziewamy się dalszego wyraźnego hamowania CPI w Polsce. Powinno to sprzyjać odbudowie oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, które nieco osłabły po zesłotygodniowych komentarzach z NBP.
- Nadal też obawiamy się, że w najbliższych tygodniach €/PLN może testować poziom 4,70. Dolar pozostaje mocny, a policy-mix w Polsce ze swoim łagodnym nastawieniem (szczególnie w obszarze polityki pieniężnej) dość wyraźnie kontrastuje z sytuacją w głównych gospodarkach, szczególnie USA. Do niedawna też NBP mocno odstawał od banków centralnych w regionie ze swoim ultra łagodnym nastawieniem. Piątkowy odczyt inflacji może wzbudzić obawy czy NBP nie powróci do zbyt łagodnej retoryki kontrastującej z podejściem NBH i CNB, czy Fed i ECB.
- Obawiamy się, że w okresie wyborczym i po nim ryzyka dla złotego mogą wzrosnąć. Trudne może być przeforsowanie zmian prawnych potrzebnych do odblokowania środków z Funduszu Odbudowy i bezproblemową absorpcję funduszy spójności. To ważne dla PLN ale także finansowanie budżetu.

Rynek długu – wzrosty rentowności powinny wyhamować.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



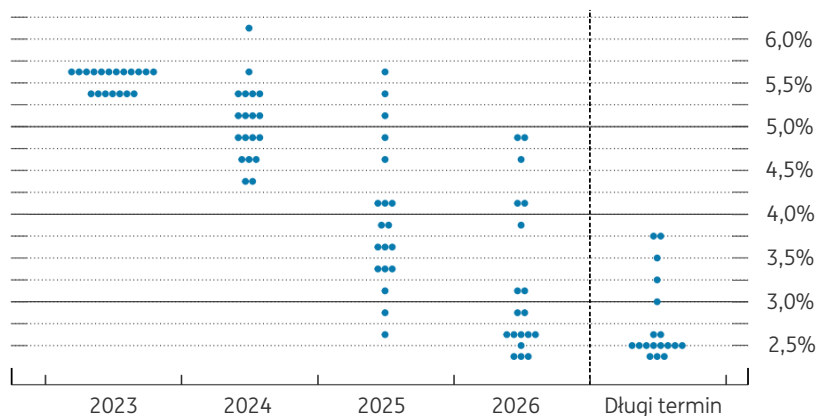
- W ubiegłym tygodniu wzrósł spread Treasuries do krzywej niemieckiej. Amerykańska krzywa podniosła się o od 6pb na krótkim końcu do ponad 10pb na długim. Ruch na krzywej niemieckiej był o połowę mniejszy. To prawdopodobnie m.in. efekt konsekwentnych zapowiedzi Fed o utrzymywaniu wysokich stóp na dłużej, co rynek stopniowo adoptuje do swoich oczekiwań, ale również zapowiedzi przyspieszania QT przez BoE – inwestorzy obawiają się, że Fed wkrótce pójdzie w ślady Banku Anglii.
- Krzywa SPW podniosła się o ponad 15pb na długim końcu, w ślad za Treasuries, i ponad 25pb na krótkim. Duże osłabienie krótkiego końca to efekt wywiadu z Prezesem NBP, który mówił o mniejszej przestrzeni do cięć niż wyceniał rynek.
- W tym tygodniu spodziewamy się wyhamowania wzrostów rentowności na rynkach bazowych z uwagi na dość skąpy kalendarz danych. Widzimy jednak ryzyko dalszego stromienia krzywej w USA. Znowu rośnie zagrożenie przestojem sektora publicznego w USA, to jeden z argumentów za obniżką ratingu USA przez Fitch. Na razie nie wycenia tego rynek, ale mogą pojawić się obawy, że kolejne agencje ratingowe również obniżą swoje oceny.
- Także w kraju spodziewamy się wyhamowania wzrostów rentowności. Nie wykluczamy też pewnego umocnienia SPW, szczególnie na krótkim końcu. Bardzo dużo będzie jednak zależeć od piątkowych danych o inflacji CPI z kraju. Spodziewamy się spadku CPI w ujęciu rocznym do tylko 8,3%r/r, co może pomóc w odbudowie oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, które wyraźnie opadły po zeszłotygodniowym komentarzu Prezesa NBP.

Fed nie zmienia stóp, ale utrzyma je wysoko na dłużej.

Wrześniowa projekcja Fed (w nawiasach prognozy z VI)
– FOMC sygnalizuje niewielkie obniżki stóp w 2024

	2023	2024	2025	2026	Długi termin
Wzrost PKB	2,1 (1,0)	1,5 (1,1)	1,8 (1,8)	1,8	1,8
Deflator PCE	3,3 (3,2)	2,5 (2,5)	2,2 (2,1)	2,0	2,0
Bazowy deflator PCE	3,7 (3,9)	2,6 (2,6)	2,3 (2,2)	2,0	
Stopy proc., koniec roku	5,6 (5,6)	5,1 (4,6)	3,9 (3,4)	2,9	

Ścieżka stóp Fed oczekiwana przez członków FOMC (dot plot)

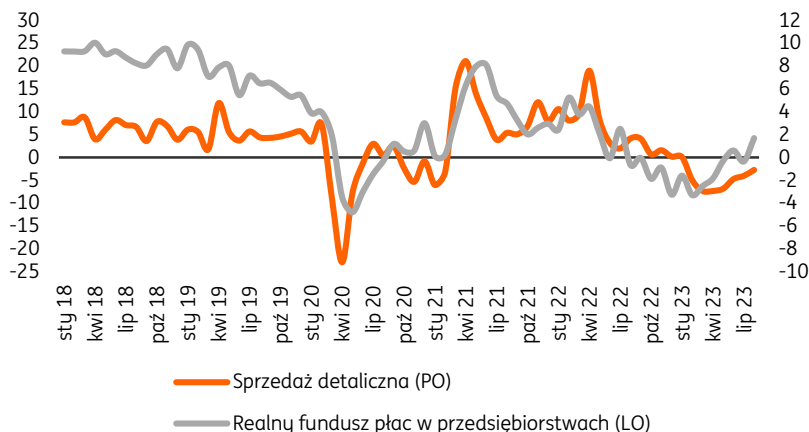


Źródło: Rezerwa Federalna

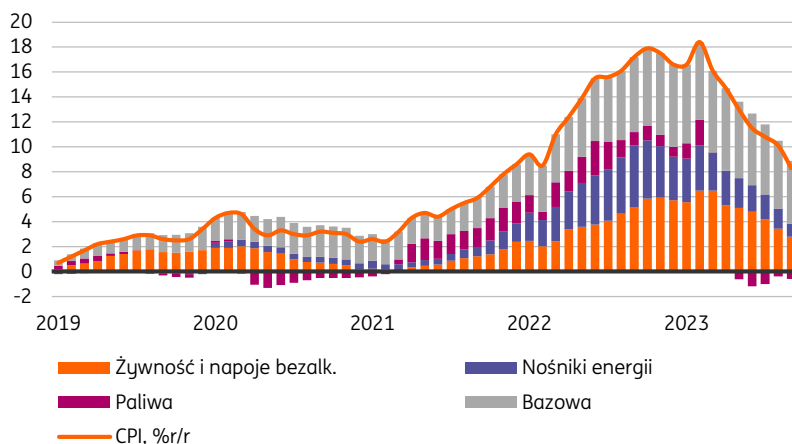
- Zgodnie z oczekiwaniami FOMC we wrześniu nie zmienił stóp. Komunikat po posiedzeniu, czy przekaz Prezesa J. Powella sugerują możliwość dodatkowej podwyżki w 2023. Skala redukcji portfela obligacji przez Fed nie została zmieniona. Fed podkreślił, że inflacja pozostaje podwyższona, rynek pracy napięty, a gospodarka rozwija się w solidnym tempie, co uzasadnia restrykcyjne nastawienie FOMC.
- Nowy zestaw projekcji Fed zakłada jeszcze jedną podwyżkę do końca 2023 roku i wolniejsze o połowę tempo obniżek stóp procentowych w 2024-25, czyli stopy pozostaną „wyżej na dłużej”. Większość członków FOMC widzi pole do 50bp obniżek w przyszłym roku, podczas gdy w czerwcu było to 100bp, choć Komitet wydaje się w tej sprawie podzielony.
- Przekaz Prezesa Fed J. Powella po posiedzeniu był bardzo jastrzębi. Stwierdził on, że silniejszy wzrost PKB oznacza, że stopy raczej nie osiągnęły jeszcze poziomu docelowego. W jego ocenie dalsze kroki Fed będą uzależnione od inflacji i aktywności gospodarczej oraz oceny ryzyka, a decyzje będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie. Restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej będzie utrzymywane tak długo, aż FOMC uzyska pewność, że spadek inflacji w kierunku celu jest trwały. Prezes Fed stwierdził, że najbardziej prawdopodobne jest „miękkie lądowanie” gospodarki USA, a tegoroczny wzrost jest powyżej oczekiwań.
- Następne posiedzenie FOMC jest zaplanowane na 31 października - 1 listopada. W naszej ocenie, FOMC nie zdecyduje się w tym roku na dodatkowe podwyżki stóp. Wpłynie na to spodziewane osłabienie aktywności w 4kw23 ze względu na wzrost ciężaru zadłużenia gospodarstw domowych i wyczerpywanie pandemicznych oszczędności oraz wyższe ceny ropy naftowej, a także utrzymanie inflacji w trendzie spadkowym.

Koniunktura osiągnęła punkt zwrotny, a inflacja spada.

Realny fundusz płac i sprzedaż detaliczna, %/r



Inflacja CPI, %/r



Źródło: GUS, ING.

- Zestaw sierpniowych danych z realnej gospodarki sugeruje, że **jesteśmy blisko punktu zwrotnego jeżeli chodzi o stan koniunktury**. Przemysł i handel są nadal pod presją, jednak skala spadków aktywności w obu sektorach okazała się płytsza od naszych obaw. Produkcja przemysłowa spadła w sierpniu o 2,0%/r (nadal trudna sytuacja w przetwórstwie), a sprzedaż detaliczna o 2,7%/r, wobec odpowiednio -2,3% (po rewizji) i -4,0% w lipcu. Największą poprawę obserwowaliśmy w produkcji budowlano-montażowej, gdzie sierpień przyniósł wzrost o 3,5%/r (w lipcu wzrost o 1,1%/r). Wyraźnie płytszy od naszych prognoz okazał się spadek produkcji w części sektora budowlanego związanej ze wznoszeniem budynków. Wprowadzie **dostępne dane nadal sugerują odczyt PKB w 3kw23 w okolicach 0%/r, jednak wydaje się, że najgorsze gospodarka ma już za sobą**. Odbudowa realnych dochodów do dyspozycji powinna dać impuls do stopniowej poprawy konsumpcji prywatnej w 3kw23.
- Sygnałom odwrócenia niekorzystnych trendów w koniunkturze towarzyszy **dalszy spadek inflacji**. Nasze wstępne szacunki sugerują **wyhamowanie inflacji CPI we wrześniu do 8,0-8,5%/r**. Pomaga wysoka baza odniesienia z września 2022 (+1,6%MoM), ale mamy też szereg czynników składających się na prawdopodobny spadek cen w ujęciu miesięcznym we wrześniu tego roku. Prognozujemy czwarty miesiąc z rzędu **spadek cen żywności**. Polityka cenowa głównego gracza na rynku paliw przekłada się na **spadek cen benzyny i oleju napędowego** o ok. 5%/m. Podniesienie limitów zużycia energii elektrycznej do których cena prądu jest „zamrożona” przełoży się na **niższe niż w sierpniu ceny nośników energii**. We wrześniu weszły w życie „darmowe” leki dla dzieci i seniorów. Oczekujemy, że na koniec roku inflacja CPI będzie zbliżona do 7%.

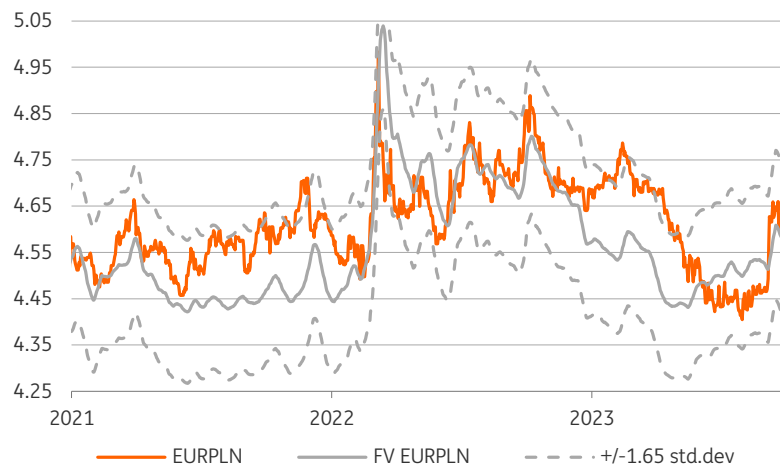
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24
US\$/PLN	4.14	4.12	4.00	3.98	3.96	3.94	3.96	3.98	4.00	3.99	3.98	3.97
€/PLN	4.67	4.70	4.72	4.70	4.67	4.65	4.63	4.62	4.60	4.59	4.58	4.57
CHF/PLN	4.85	4.86	4.87	4.83	4.79	4.76	4.73	4.70	4.67	4.65	4.63	4.60
GBP/PLN	5.29	5.30	5.30	5.28	5.26	5.24	5.23	5.21	5.20	5.19	5.18	5.18

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 przestał być przewartościowany wobec euro. Poziom równowagi dla €/PLN w poprzednich tygodniach wyraźnie wzrósł, m.in. z uwagi na agresywne obniżki stóp w Polsce. Złoty od powiedzenia RPP mocno się jednak osłabił. W efekcie jest obecnie niemal równy ze wskazaniem poziomu równowagi z naszego modelu.



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.