

Tygodnik ING

RPP spowalnia tempo obniżek stóp, ale cykl luzowania trwa i może być dłuższy.

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

9 października 2023



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



W skrócie

- Palestyński atak na Izrael niesie za sobą liczne implikacje geopolityczne, ale na razie rynki finansowe skupiają się na wpływie na rynek ropy. Krótkoterminowo nie powinien mieć przełożenia na fundamenty tego rynku. Atak ma większe konsekwencje w 2024 tj. podnosi obawy, czy będzie możliwy oczekiwany wzrost podaży ropy, co oznacza ryzyko wzrostu cen surowca do około \$100/baryłkę w 2024. Do momentu ataku następowała stopniowa poprawa relacji USA-Arabia Saudyjska i deeskalacja konfliktu USA-Iran. W zamian za podpisanie aktu pokojowego z USA, Arabia Saudyjska obiecała poprawę relacji z Izraelem oraz zwiększenie wydobycia ropy od początku 2024. W obecnych warunkach obiecane zmiany są mniej realne, co może spowolnić podnoszenie produkcji w 2024.
- Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie prawdopodobnie publikacja inflacji konsumenckiej w USA. Oczekujemy wyhamowania inflacji bazowej, ale inflacja ogółem nie powinna się zmienić. To zasługa cen energii, związanych głównie ze wzrostami cen ropy naftowej na rynkach hurtowych przez większą część września. To sugeruje, że bardziej jastrzębi członkowie FOMC będą mówić o perspektywie kolejnej podwyżki stóp, ale nie spodziewamy się tego, bo wzrost rynkowych stóp (rentowności obligacji) już spowodował zacieśnienie warunków finansowych. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy pokazały wysoki wzrost zatrudnienia (336tys. i rewizję w górę poprzedniego odczytu do 227tys.), ale również stopniowe hamowanie dynamiki płac (z 4,3 do 4,2%/r).
- Spodziewamy się, że ostatecznie dane o inflacji CPI we wrześniu potwierdzą wstępny szacunek, przy spadkach cen żywności, paliw oraz nośników energii w porównaniu do sierpnia. Według naszych obecnych wyliczeń inflacja bazowa obniżyła się z 10%/r w sierpniu w okolice 8,5%/r we wrześniu.
- Za naszą wysoką prognozą nadwyżki w bilansie obrotów bieżących stoi silny spadek importu (15,8%/r, konsensus: -12,0%) i ograniczony eksportu (4%). To konsekwencja bazy z ubiegłego roku, z uwagi na wysokie ceny importowanych surowców.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
11 X	USA	14:30	Inflacja PPI r/r	IX	1,7%	1,6%	1,6%
		20:00	Minutes FOMC				
12 X	USA	14:30	Inflacja CPI r/r	IX	3,7%	3,6%	3,7%
			Inflacja bazowa r/r	IX	4,1%	4,1%	4,3%
13 X	Polska	10:00	CPI r/r – dane ostateczne	IX			8,2%
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa	VIII	-3,0%	-3,5%	-2,2%
	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	VIII	€1019mln	€740mln	€566mln
	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	X	67,5pkt.	68,0pkt.	68,1pkt.

Rynki walutowe – Rośnie ryzyko dalszej korekty na €/US\$.

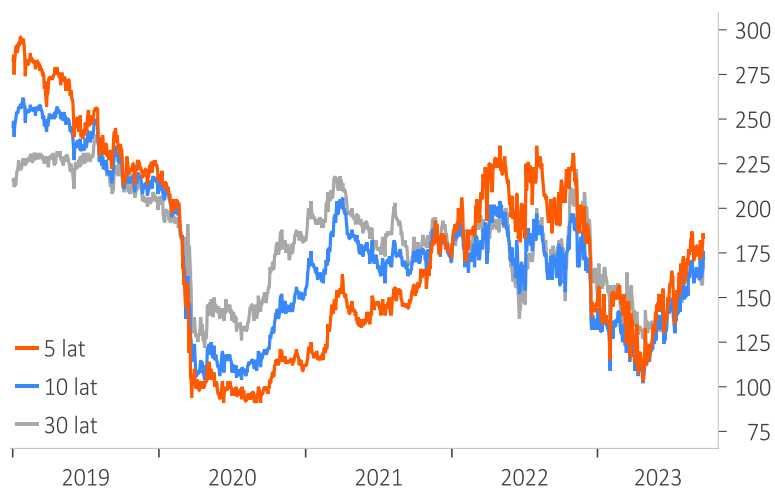
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

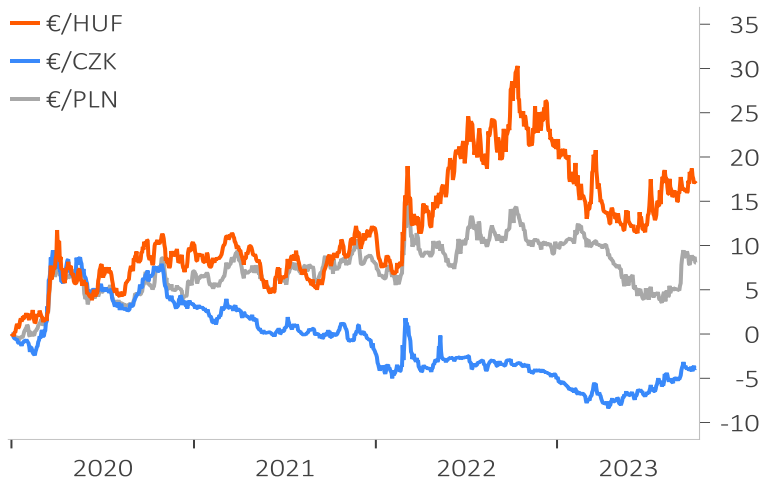
- Przez większość ubiegłego tygodnia na €/US\$ trwała korekta wcześniejszego umocnienia dolara. Kurs €/US\$ z dołka ok. 1,0450 wzrósł do 1,0550. Dolar nie był w stanie trwale umocnić się po silnych payrollach i doniesieniach o walkach w Izraelu (napięcia geopolityczne na ogół wzmacniają US\$).
- Zaskakująca reakcja €/US\$ na piątkowe payrollach i konflikt w Izraelu zdecydowanie zwiększa ryzyko korekty/dalszego osłabienia dolara na najbliższych 1-2 tygodniach. Inwestorzy mogą wykorzystywać wysoką płynność w okolicach payrollach do przebudowy swoich pozycji (widzieliśmy takie zachowanie np. w listopadzie ubiegłego roku, na początku dużego ruchu pary w górę) i gry na nieco większą korektę po praktycznie nieprzerwanym spadku €/US\$ od połowy lipca.
- Nadal jednak uważamy, że na przełomie roku dolar ma potencjał do umocnienia. Silne dane z USA, w tym piątkowe payrollach, niekoniecznie znacząco podnoszą szanse na jeszcze jedną podwyżkę stóp Fed w tym cyklu, ale rynek postrzega dobrą kondycję gospodarki jako argument wspierający retorykę Fed przekonującą utrzymaniu wysokich stóp na dłużej. Na parze pojawiły się też wyraźne sygnały techniczne na dalsze zejście €/US\$ nawet do 1,02, choć mówimy tu raczej o horyzoncie kwartału, a nie tygodnia-dwóch.
- Obniżamy także nasze długoterminowe prognozy €/US\$. Fed najprawdopodobniej rozpocznie obniżki stóp później niż dotychczas zakładaliśmy. Dlatego powrót pary €/US\$ ponad 1,10 najprawdopodobniej nie wydarzy się przed 2kw24. Ostatecznie jednak obniżki stóp w USA będą silniejsze niż w strefie euro. Dlatego trend na osłabienie US\$ powinien potrwać do końca 2024.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

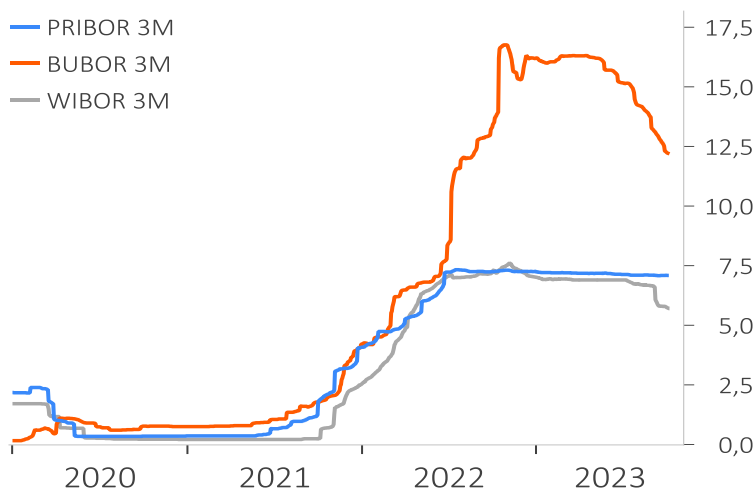


Rynki walutowe – Dalszy spadek €/PLN, ale ryzyka pozostają

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

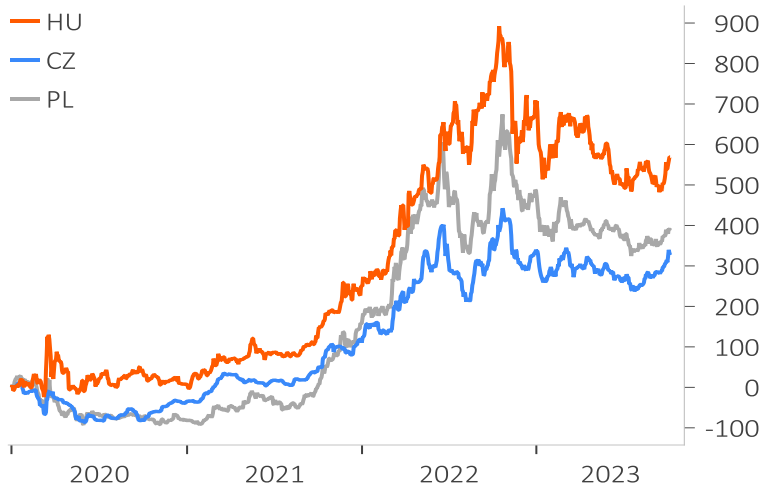


€/PLN:

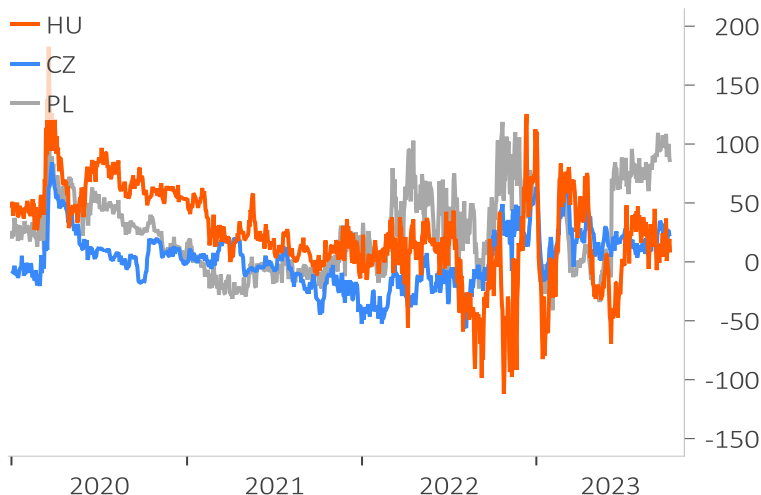
- Osłabiający się dolar pozwolił na kontynuację umocnienia złotego w ubiegłym tygodniu. Od szczytu nieco ponad 4,64 €/PLN spadł do 4,58. Zwracamy uwagę że złoty był przy tym względnie stabilny np. wobec HUF, co sugeruje, że to sentyment dla regionu, a nie wydarzenia lokalne (w tym decyzja RPP) były kluczowe dla zeszłotygodniowego zachowania €/PLN.
- Zachowanie €/PLN w ubiegłym tygodniu pokazuje, że to kierunek na €/US\$ będzie kluczowy dla złotego w tym. Dlatego widzimy w najbliższych dniach szanse na pewne umocnienie PLN. Technicznie realistyczne wydają się poziomy między 4,52 i 4,55.
- Ryzyka dla złotego w średnim terminie jednak pozostają. Ekspansywny krajowy policy mix odstaje od sytuacji na rynkach bazowych, czy nawet w innych gospodarkach CEE. Banki centralne albo mówią o tym, że stopy realne powinny być dodatnie (Węgry), czy też oddalają moment pierwszego cicia (Czechy, Rumunia), albo zapowiadają że stopy pozostaną wysokie na dłużej (ECB, Fed). Ryzykiem są też wyniki wyborów parlamentarnych w kraju. Temat przedłużającego się konfliktu z UE i braku dostępu do unijnych środków zaczynają podnosić agencje ratingowe. Dlatego nadal obawiamy się, że na przełomie roku €/PLN może testować poziom 4,70 lub nieco powyżej. Sytuację może odmienić zmiana scenariusza dla środków unijnych, wzrost oczekiwań na ich odblokowanie mogłoby przynieść umocnienie PLN, dodatkowo dzisiaj rynek mocniej pozycjonuje się pod negatywny scenariusz więc odwracanie tych pozycji przyniosłoby umocnienie PLN.

Rynek długu – Kluczowe ceny ropy naftowej.

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



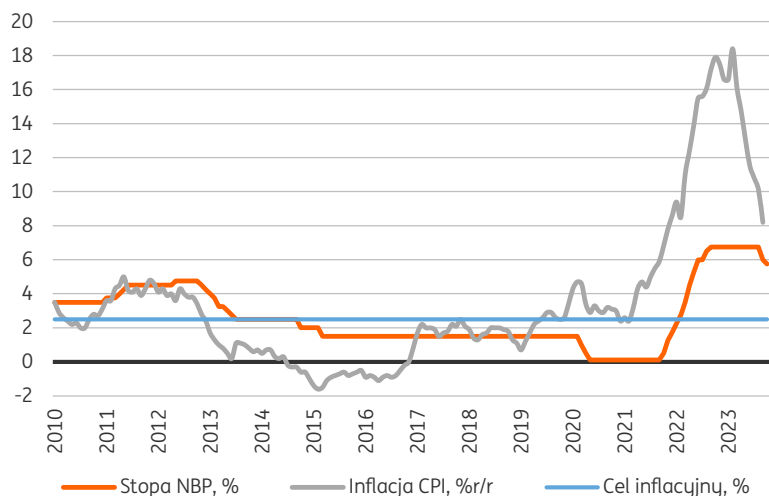
Asset swapy 10L w CEE od 2019



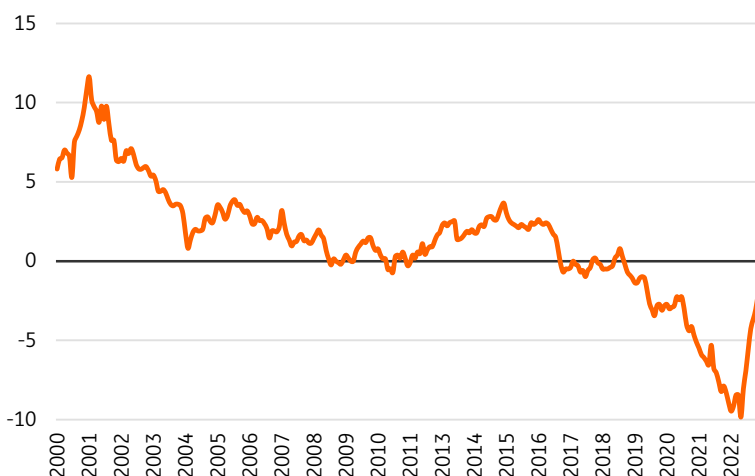
- Na bazowych rynkach długu w ubiegłym tygodniu nastąpiło wystromienie krzywych. Rentowności długich papierów wzrosły, a na krótkim spadły. Na krzywej POLGBs przeciwnie, mocniej wzrosły rentowności na krótkim końcu. To reakcja na decyzję RPP o obniżce stóp o 25pb, podczas gdy rynek oczekiwał 50pb.
- Na początku tygodnia kluczowa będzie sytuacja na Bliskim Wschodzie. Jeżeli dojdzie do wzrostów cen surowców energetycznych, nastąpią dalsze wzrosty rentowności. To także spójne z ostatnimi danymi makro, co wspiera scenariusz utrzymania wysokich stóp Fed i EBC na dłużej. Na długi koniec nadal będzie też oddziaływać perspektywa wysokich podaży długu oraz ryzyko kolejnych obniżek ratingu USA, m.in. w związku z ciągłymi problemami z porozumieniami budżetowymi. Nadal więc liczymy na wzrost spreadu Treasuries do krzywej niemieckiej.
- W tym tygodniu oczekujemy wyhamowania wzrostów rentowności długich SPW i ew. pewnego spłaszczenia krzywej. Krótki koniec może znaleźć się pod presją z uwagi na odbicie cen surowców energetycznych. Nie wykluczamy też, że przed wyborami w kraju może pojawić się popyt z zagranicy na długi koniec, z nadzieją np. na szybkie odblokowanie dostępu do KPO.
- Uważamy jednak, że stromienie krzywej SPW pozostanie dominującym scenariuszem na przełom roku. RPP powinna kontynuować obniżki, wzmacniając krótki koniec. Z kolei polityka Fed i EBC będzie wspierać wyższe rentowności długich SPW, nakładając się na obawy o skuteczność polityki antyinflacyjnej NBP. Na 4kw23 zapowiadają się również wysokie podaże prefinansujące przyszły rok. Niepewny dostęp do KPO rodzi obawy o krajowy rating.

RPP spowolniła obniżki, ale utrzymała łagodne nastawienie

Inflacja i stopa NBP



Realna stopa procentowa ex post, %



Źródło: GUS, NBP.

- W październiku RPP obniżyła stopy o 25pb, po zaskakującym cięciu o 75pb we wrześniu. Argumentem za obniżką stóp był dalszy wyraźny spadek inflacji CPI we wrześniu. Mniejsza skala obniżki stóp była najprawdopodobniej motywowana chęcią uniknięcia presji na dalsze osłabienie PLN.
- Wymowa komunikatu po posiedzeniu nie zmieniła się jednak względem września. W komunikacie Rada oceniła, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej oraz spadające oczekiwania inflacyjne. Na swojej konferencji po posiedzeniu Prezes A. Głapiński podkreślił, że inflacja szybko spada. Przyznał również, że polska gospodarka jest w gorszej kondycji niż w lipcowej projekcji NBP, a okres dekonunktury się wydłuża. Powtórzył, że całoroczny wzrost PKB Polski będzie zbliżony do zera, ale nie można wykluczyć krótkotrwałej recesji. Prezes NBP jest przekonany, że inflacja będzie nadal spadała. Przewodniczący RPP zapowiedział, że w październiku inflacja obniży się w okolice 7%, a w grudniu znajdzie się w przedziale 6-7%. W połowie 2024 inflacja znajdzie się w okolicach 5%. Cały czas powrót do celu jest oczekiwany w 2025.
- Naszym zdaniem w najbliższych 6-9 miesiącach trend dezinflacyjny utrzyma się, ale perspektywy średnioterminowe inflacji są niepewne. Przyczyniają się do tego m.in. luzowanie polityki pieniężnej, ekspansja fiskalna, duży wzrost dochodów i wzrost cen ropy na światowych rynkach. Najłatwiejsza część dezinflacji potrwa do połowy 2024, a dalszy spadek inflacji w kierunku celu 2,5% będzie zdecydowanie dłuższy i trudniejszy. Już dzisiaj spadek inflacji bazowej w Polsce jest wolniejszy niż w regionie, a dodatkowo mamy ekspansywną politykę dochodowo-budżetową. Retoryka RPP sugeruje jednak dalsze cięcia stóp, w naszej ocenie do 5,5% listopadzie i do 4,75% w 2024.

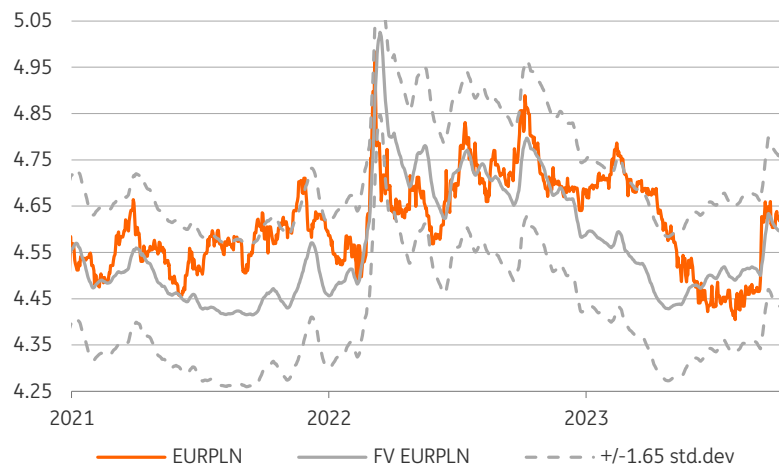
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24
US\$/PLN	4.34	4.00	3.98	3.96	3.94	3.96	3.98	4.00	3.99	3.98	3.97	3.97
€/PLN	4.69	4.72	4.70	4.67	4.65	4.63	4.62	4.60	4.59	4.58	4.57	4.56
CHF/PLN	5.58	5.58	5.58	5.33	5.08	5.08	4.83	4.83	4.83	4.83	4.83	4.83
GBP/PLN	5.64	5.64	5.59	5.33	5.13	5.08	4.88	4.88	4.88	4.88	4.88	4.88

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 i ma istotne pole zarówno do spadku i wzrostu.



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.