

Tygodnik ING

Spokojny tydzień na rynkach bazowych, w kraju kluczowe posiedzenie RPP i rozstrzygnięcia polityczne.

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

6 listopada 2023



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



W skrócie

- Ten tydzień jest ubogi jeśli chodzi o publikacje danych z głównych gospodarek (najważniejsze to zamówienia w przemyśle, a jutro produkcja przemysłowa w Niemczech za wrzesień), przewidziane są natomiast liczne wystąpienia przedstawicieli głównych banków centralnych, w tym Prezesa Fed w środę i czwartek oraz Prezes EBC w piątek.
- We wtorek decyzję o stopach procentowych podejmie Bank Australii. Instrumenty rynkowe wyceniają podwyżkę o 25pb z 60% prawdopodobieństwem, ale w świetle dominującego podejścia 'wait and see', brak zmian stóp nie byłby dużym zaskoczeniem. W naszym regionie, w środę decyzję ws. stóp procentowych podejmie Narodowy Bank Rumunii – panuje konsensus, że stopy procentowe pozostaną bez zmian na poziomie 7%.
- W środę poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej (NBP) w sprawie stóp procentowych oraz główne zmienne z listopadowej projekcji NBP. Oczekujemy, że Rada obniży stopy NBP o 25pb (główna do 5,50%), chociaż nie można także wykluczyć scenariusza stabilizacji stóp. Spodziewamy się, że RPP przyjmie ostrożniejszą postawę, odnosząc się do wcześniejszych zapowiedzi prezesa o ograniczonej przestrzeni do dalszych cięć stóp procentowych m.in. z uwagi na oczekiwane odbicie koniunktury oraz silną ekspansję fiskalną.
- Z drugiej strony najnowsza projekcja może być powodem do dumy NBP. Istotnie niższy będzie punkt startowy dla CPI (0.6pp niżej w 3kw23 i aż 1.4pp w 4kw23). Krótkoterminowo projekcja inflacji będzie niższa a moment powrotu CPI do celu bliższy. Punktem uwagi będzie projekcja na 2026 rok, która dostarczy ważnych sygnałów co do przyszłych decyzji Rady. W czwartek odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego, która powinna pozwolić na lepszą ocenę nastawienia RPP w najbliższych miesiącach. Możliwe, że na kolejną niewielką obniżkę stóp procentowych RPP zdecyduje się dopiero przy okazji publikacji marcowej projekcji NBP.
- W tym tygodniu kluczowe dla zachowania złotego i SPW będzie decyzja RPP, nowa projekcja inflacyjna i późniejsza konferencja A. Głapińskiego. Inwestorzy będą szukać wskazówek, na ile prawdopodobne są dalsze obniżki stóp w 2024. Widzimy szanse na mniej gołębi przekaz niż obecnie wycenia to rynek (100pb cięć w 6 miesięcy). Sugeruje to spłaszczenie krajowej krzywej i umocnienie złotego. Poznamy także prezydenckiego kandydata na premiera i główne założenia umowy koalicyjnej KO, Trzeciej Drogi i Lewicy.

Kalendarz makroekonomiczny

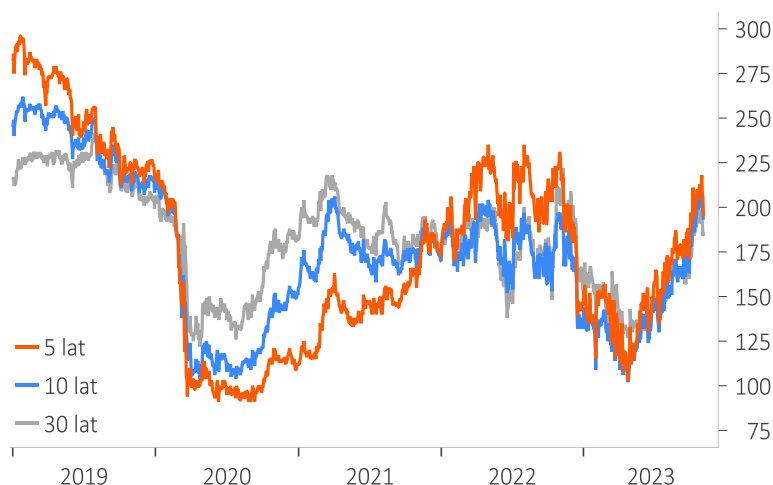
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
7 XI	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	IX	0,3%	0,1%	0,2%
8 XI	Strefa euro	11:00	Sprzedaż detaliczna r/r	IX	-		-2,1%
	Polska	-	Decyzja RPP		5,50%	5,50%	5,75%
9 XI	Polska	15:00	Konferencja Prezesa NBP				
10 XI	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	XI	66,0pkt.	65,0pkt.	63,8pkt.

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

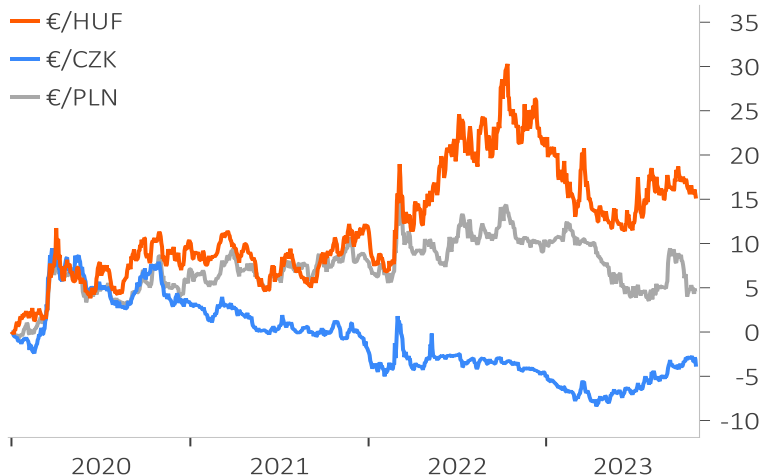


€/US\$:

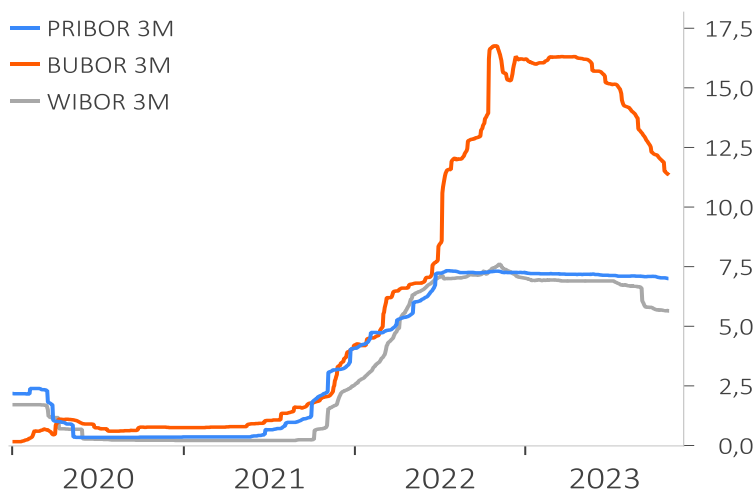
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ znalazł się najwyżej od miesiąca. Ruch wydarzył się po piątkowych payrolls. Ich słabszy od oczekiwań wynik utwierdził inwestorów w przekonaniu, że Fed zakończył cykl podwyżek stóp.
- Ten tydzień jest dość ubogi w dane z głównych gospodarek. Dlatego spodziewamy się raczej przejścia €/US\$ w trend horyzontalny, ale na wyższym poziomie niż w poprzednich tygodniach. Inwestorzy ograniczyli oczekiwania na jakiegokolwiek dalsze podwyżki stóp Fed i nie zapowiada się, by miały się one odbudować w tym tygodniu. Komentarze z Fed w najbliższych dniach (w tym J.Powell'a) raczej wpiszą się w znaną już rynkom retorykę z ostatniego posiedzenia FOMC.
- Sytuacja geopolityczna pozostaje napięta, szczególnie jeżeli chodzi o sytuację na Bliskim Wschodzie. O ile USA są w ten konflikt pośrednio zaangażowane, to już Europa nie. W efekcie na ew. wzrost napięć €/US\$ nie zareaguje raczej tak mocno jak na konflikt na Ukrainie. Większej reakcji spodziewamy się w przypadku jena lub franka szwajcarskiego.
- Oczekujemy, że do końca roku para €/US\$ utrzyma się na stosunkowo niskim poziomie, blisko 1,06. W dalszym horyzoncie dolar powinien jednak stopniowo tracić. Fed, choć robi to później niż zakładaliśmy jeszcze jakiś czas temu, to prawdopodobnie w 2024 rozpocznie obniżki stóp. Powinien to także zrobić w większej skali niż EBC, gdyż w większej skali je podnosił. Oznacza to stopniową zmianę dysparytetu stóp na korzyść euro.

Rynki walutowe – Posiedzenie RPP kluczowe dla PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

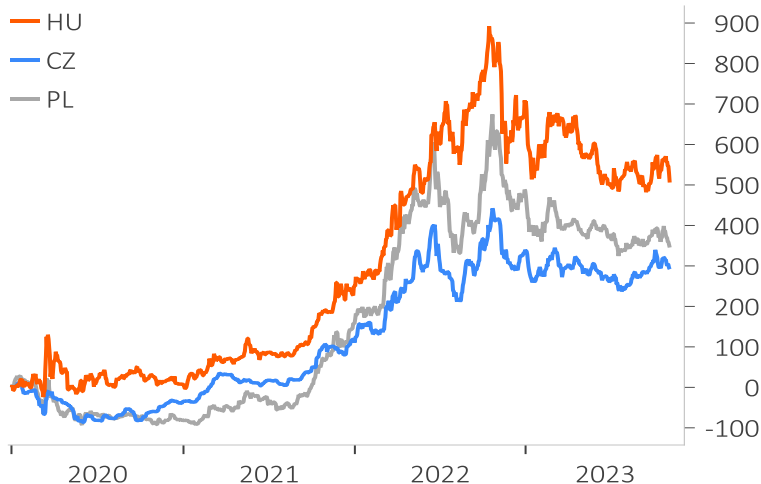


€/PLN:

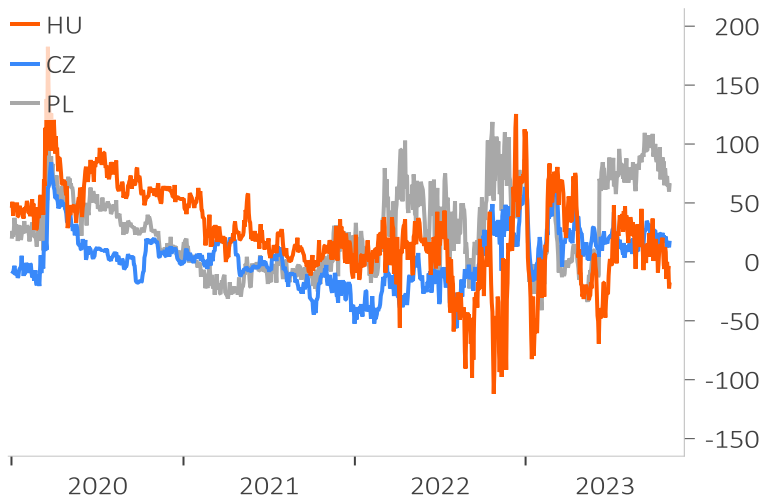
- Ubiegłotygodniowe osłabienie dolara miało dość mały wpływ na €/PLN – para nadal znajduje się w konsolidacji, blisko 4,46. Uwagę zwraca osłabienie PLN na tle HUF.
- W tym tygodniu kluczowe dla zachowania złotego będą decyzja RPP, nowa projekcja inflacyjna i późniejsza konferencja A. Glapińskiego. Inwestorzy będą szukać wskazówek, na ile prawdopodobne są dalsze obniżki stóp w 2024. Widzimy szanse na mniej gołębi przekaz. Dałoby to szanse na zejście pary €/PLN nawet do okolic 4,40. Powiew optymizmu może wywołać także wyklarowanie się kandydata na premiera, który podejmie się misji utworzenia rządu.
- Nadal jednak uważamy, że para €/PLN powinna zakończyć ten rok w przedziale 4,40-4,50. Polityka fiskalna nowego rządu będzie prawdopodobnie jeszcze bardziej ekspansywna niż plany sprzed wyborów. Prawdopodobnie psuć się też będzie bilans handlowy Polski. W dużym stopniu skompensują to jednak oczekiwania na duże napływy środków z UE w 2024.
- Perspektywy złotego na 2024 oceniamy względnie neutralnie. Już obecne poziomy €/PLN są dość niskie, szczególnie biorąc pod uwagę wyższą inflację w kraju względem strefy euro (co powoduje realną aprecjację PLN). Co więcej, poziom opłacalności polskiego eksportu to prawdopodobnie okolice między 4,30 i 4,40. Powinno to skłaniać rząd do prób hamowania dalszej aprecjacji PLN poprzez wymianę środków z UE przynajmniej częściowo w NBP, a nie na rynku.

Rynek długu – RPP dużym ryzykiem dla krótkich SPW.

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



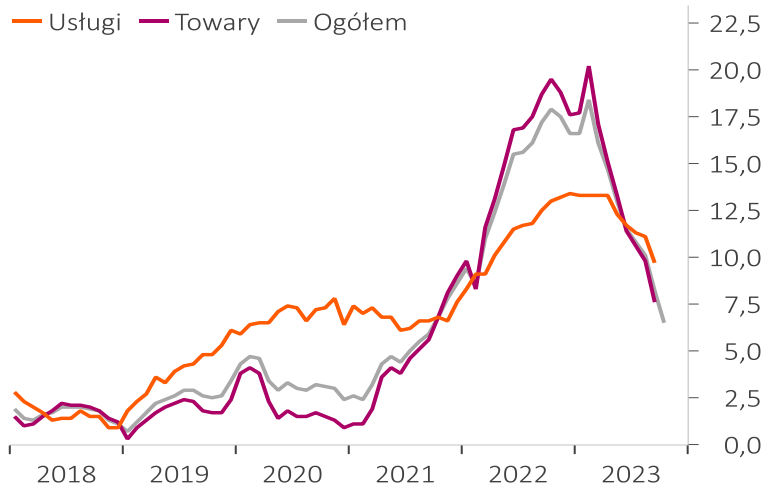
Asset swapy 10L w CEE od 2019



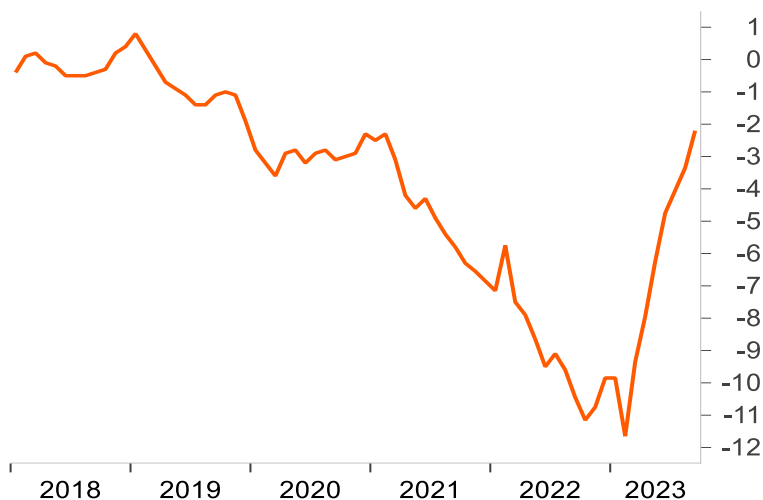
- Spadek oczekiwań na kolejne podwyżki Fed wzmocnił obligacje w ubiegłym tygodniu. Rentowności amerykańskich 2latek zakończyły tydzień 20pb niżej, a 10latek aż 30pb, dzisiaj wynoszą 4,6% wobec 5% przed tygodniem. W drugim przypadku to także efekt niższych od obaw zapowiedzi podaży długu w USA na końcówkę roku. Długie SPW zyskały około 30pb, 2latki około 5pb. Jest to spowodowane umocnieniem globalnych rynków długu, prawdopodobnie obserwowaliśmy dalsze powyborcze napływy na SPW.
- Relatywnie mało istotnych danych makro w tym tygodniu sugeruje, że po sporych spadkach rentowności w ubiegłym tygodniu, w tym dojdzie raczej do ich stabilizacji zarówno w USA jak i Niemczech. Jest jednak prawdopodobne, że dłuższy trend na umocnienie długu już się rozpoczął. Podaże Treasuries na 4kw23 będą niższe niż rynek się obawiał, a koniunktura w USA prawdopodobnie nieco gorsza, nie pozwalając na dalsze podwyżki stóp Fed.
- W przypadku SPW, szczególnie krótkiego końca, kluczowe będzie posiedzenie RPP w tym tygodniu. Prawdopodobnie wyższy deficyt budżetowy i mocny złoty to argumenty za ostrożnością w łagodzeniu polityki pieniężnej w 2024 i takiego przekazu spodziewamy się ze strony RPP. Dlatego choć rynek już ograniczył oczekiwania na dalsze obniżki stóp, to wciąż są one zbyt wysokie (100pb cięci w 6 miesięcy). Dlatego w tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji lub wzrostu rentowności na krótkim końcu krzywej SPW oraz złotych swapów. Może przy tym jednak dojść do dalszego zwężenia asset swapów. W tym tygodniu poznamy kandydata na premiera oraz zarys umowy koalicyjnej, która będzie zawierać elementy programu co do których jest obecnie zgodność w nowej koalicji, a to przyniesie jakiś sygnały co do przyszłorocznych wydatków.

RPP ostrożniejsza co do dalszych obniżek stóp.

Struktura inflacji w Polsce – ceny usług hamują powoli



Realna stopa referencyjna NBP ciągle ujemna



- W środę poznamy decyzję RPP ws. stóp procentowych oraz główne zmienne z listopadowej projekcji NBP. W świetle dalszego spadku inflacji oczekujemy, że Rada obniży stopy o 25pb (główna do 5,50%), chociaż nie można także wykluczyć scenariusza stabilizacji stóp. Uważamy, że RPP przyjmie ostrożniejszą postawę, odnosząc się do wcześniejszych zapowiedzi prezesa o ograniczonej przestrzeni do dalszych cięć m.in. z uwagi na oczekiwane odbicie koniunktury oraz silną ekspansję fiskalną.
- Najnowsza projekcja może być powodem do dumy NBP. Istotnie niższy będzie punkt startowy dla CPI (0.6pp niż w 3kw23 i aż 1.4pp w 4kw23). Krótkoterminowo projekcja inflacji będzie niższa a moment powrotu CPI do celu bliższy. Punktem uwagi będzie projekcja na 2026 rok, która dostarczy ważnych sygnałów co do przyszłych decyzji Rady.
- W czwartek o 15:00 odbędzie się konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego, która powinna pozwolić na lepszą ocenę nastawienia RPP w najbliższych miesiącach. W grudniu Rada zwykle unika zmian stóp i spodziewamy się, że podobnie będzie w tym roku. Także kolejne miesiące mogą przynieść stabilizację stóp procentowych, gdyż decydenci będą chcieli zobaczyć wpływ decyzji politycznych i administracyjnych na kształtowanie się inflacji na początku 2024. W szczególności niepewność dotyczy przyszłości zerowej stawki VAT na żywność, a także skali podwyżek cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych, działań osłonowych rządu w tym obszarze oraz wpływu wspomnianych czynników na poziom inflacji. Możliwe, że na kolejną niewielką obniżkę stóp procentowych RPP zdecyduje się dopiero przy okazji publikacji marcowej projekcji NBP.

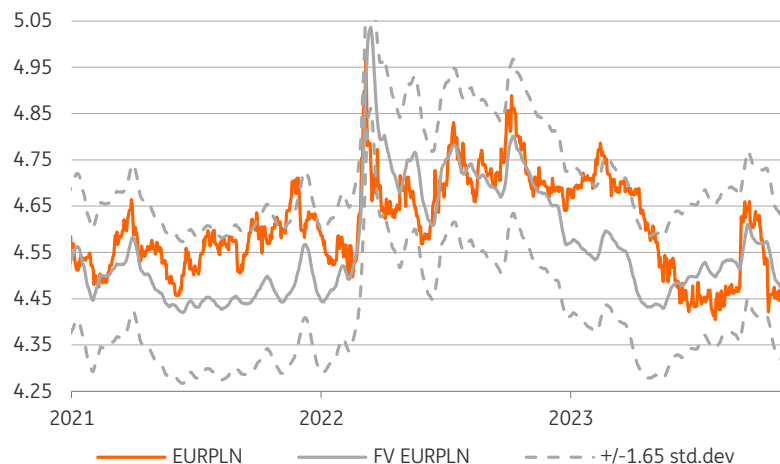
Prognozy walutowe.

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	4.20	4.25	4.21	4.18	4.15	4.09	4.03	3.97	3.93	3.89	3.85	3.86
€/PLN	4.45	4.50	4.49	4.49	4.48	4.47	4.46	4.45	4.44	4.44	4.43	4.45
CHF/PLN	5.51	5.51	5.51	5.26	5.01	5.01	4.76	4.76	4.76	4.76	4.76	4.76
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 dla €/PLN dość mocno się przesunęły, dając pole do większego umocnienia. To m.in. efekt spadających oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, przy jednoczesnym wyhamowaniu wzrostów stóp procentowych w głównych gospodarkach. Spadła też ogólna premia za ryzyko dla polskiej gospodarki. Jeżeli potwierdzą się nasze oczekiwania co do retoryki RPP, to poziom równowagi może obniżyć się.



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 znajdują 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.