

# Tygodnik ING

RPP gasi oczekiwania na obniżki stóp. Dalsze umocnienie złotego.

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

13 listopada 2023



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



# W skrócie

- Listopadowa projekcja inflacji Narodowego Banku Polskiego (NBP) zakłada stopniową odbudowę koniunktury na bazie spadku inflacji i poprawy realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, ale ożywienie będzie raczej powolne. Wygasanie negatywnego szoku podażowego przełoży się na wzrost PKB o 2,9% w 2024 i 3,5% w 2025, po wzroście o zaledwie 0,3% w roku 2023.
- Projekcja NBP wskazuje na kontynuację dezinflacji, jednak w wyraźnie wolniejszym tempie niż ostatnio, głównie w oparciu o utrzymującą się w całym horyzoncie projekcji ujemną lukę produktową, która ma wynieść 1,0% produktu potencjalnego w 2024 i 0,5% w 2025. Rozkład ryzyk dla projekcji inflacji jest asymetrycznie skrzywiony w kierunku ryzyka wyższej ścieżki niż scenariusz centralny, który zakłada jej powrót do celu pod koniec 2025. Pomimo obniżek stóp procentowych, horyzont dojścia do celu jest podobny jak w projekcji lipcowej z uwagi na niższy od oczekiwanego wcześniej poziom inflacji w 2poł23. NBP zwrócił uwagę na szybszą dezinflację cen żywności i spadek inflacji bazowej. Według centralnej ścieżki inflacja CPI ma obniżyć się do 4,6% w 2024 i 3,7% w 2025.
- W tym tygodniu oczekujemy, że kurs €/US\$ nadal będzie utrzymywał się w trendzie bocznym. Publikowane w najbliższych dniach dane z USA będą raczej zbliżone do oczekiwań lub nieco słabsze. W przypadku €/PLN spodziewamy się stopniowego schodzenia pary do 4,40, prawdopodobnie w perspektywie tygodnia-dwóch. Podczas wystąpienia w ubiegłym tygodniu Prezes NBP był w stanie przekonać inwestorów, że przestrzeń do ew. dalszych obniżek stóp jest niewielka. O ruchach na złotym prawdopodobnie przesądzi teraz €/US\$.

## Kalendarz makroekonomiczny

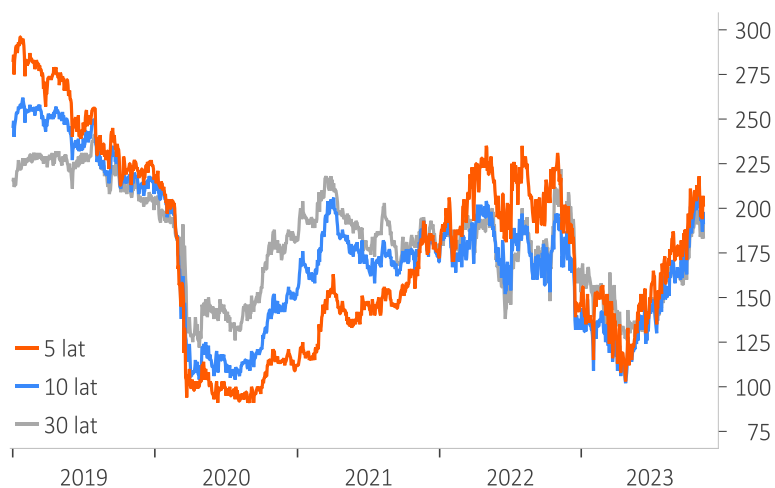
| Data  | Kraj        | Godzina | Wydarzenie                | Okres   | Prognoza ING | Konsensus | Poprzednio |
|-------|-------------|---------|---------------------------|---------|--------------|-----------|------------|
| 14 XI | Polska      | 10:00   | PKB r/r                   | III kw. | 0,7%         |           | -0,6%      |
|       | Strefa euro | 11:00   | PKB r/r                   | III kw. | -            |           | 0,1%       |
|       | USA         | 14:30   | CPI r/r                   | X       | 3,3%         | 3,3%      | 3,7%       |
|       |             |         | Inflacja bazowa r/r       | X       | 4,1%         | 4,1%      | 4,1%       |
| 15 XI | Polska      | 10:00   | CPI r/r – ostateczne dane | X       | -            | -         | 6,5%       |
|       | Strefa euro | 11:00   | Produkcja przemysłowa r/r | IX      | -            |           | -5,1%      |
|       | USA         | 14:30   | Sprzedaż detaliczna m/m   | X       | -05%         | -0,3%     | 0,7%       |
|       |             |         | PPI m/m                   | X       | 0,0%         | 0,1%      | 0,5%       |
| 16 XI | Polska      | 10:00   | Inflacja bazowa r/r       | X       | 8,0%         |           | 8,4%       |
|       | USA         | 15:15   | Produkcja przemysłowa m/m | X       | -0,3%        | -0,4%     | 0,3%       |

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

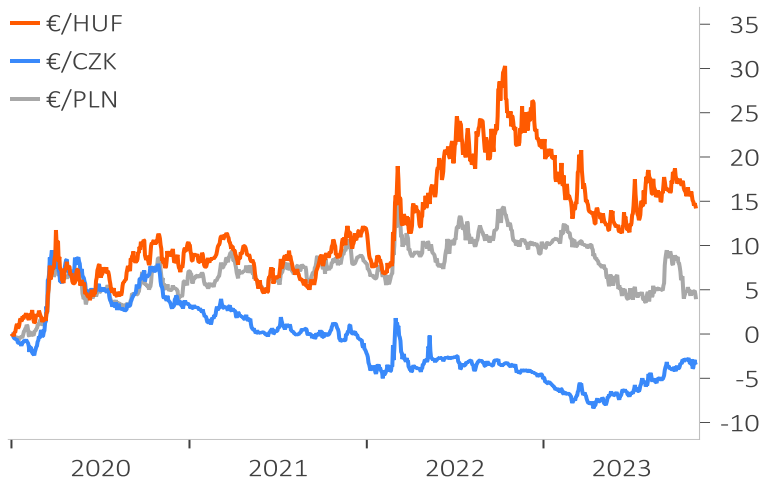


€/US\$:

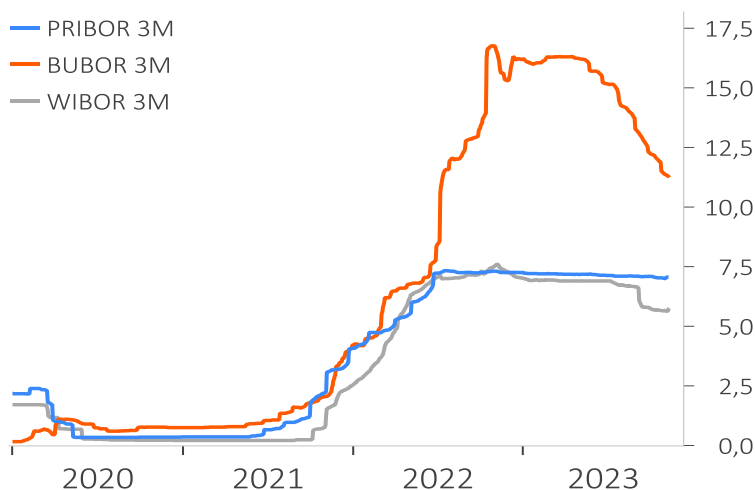
- Od ponad tygodnia kurs €/US\$ utrzymuje się w trendzie bocznym. Sytuacji nie zmieniły nawet ostatnie jastrzębie komentarze z FOMC, w tym wypowiedź J.Powella, który stwierdził, że Fed nie jest przekonany, że zrobił już wszystko, aby zwalczyć inflację.
- W tym tygodniu oczekujemy, że kurs €/US\$ nadal będzie utrzymywał się w trendzie bocznym. Publikowane w najbliższych dniach dane z USA będą raczej zbliżone do oczekiwań lub nieco słabsze.
- W horyzoncie około dwóch tygodni spodziewamy się jednak powrotu pary €/US\$ do poprzedniej konsolidacji, bliżej 1,06. Ostatnie komentarze z Fed wzmocniły wiarę rynków w utrzymanie wysokich stóp przez FOMC na dłużej. Koniunktura w USA, choć słabnąca, to nadal także pozostaje wyraźnie lepsza niż w strefie euro. Wciąż też widzimy ryzyko dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- Oczekujemy, że do końca roku para €/US\$ utrzyma się na stosunkowo niskim poziomie, blisko 1,06. Poza lepszą koniunkturą w USA niż w Europie, dolara nadal wspierać powinny napięcia geopolityczne, m.in. konflikt na Bliskim Wschodzie.
- W dłuższym 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 wcześniej podnosił. Oznacza to stopniową zmianę dysparytetu stóp na korzyść euro.

# Rynki walutowe – dalszy spadek €/PLN.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

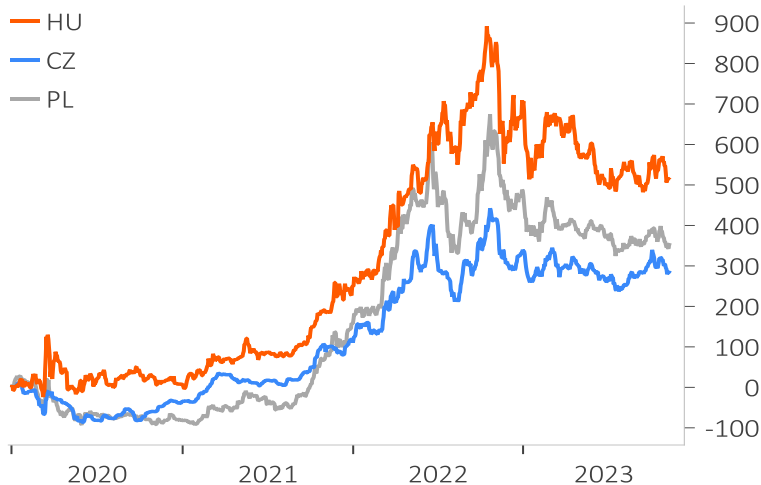


## €/PLN:

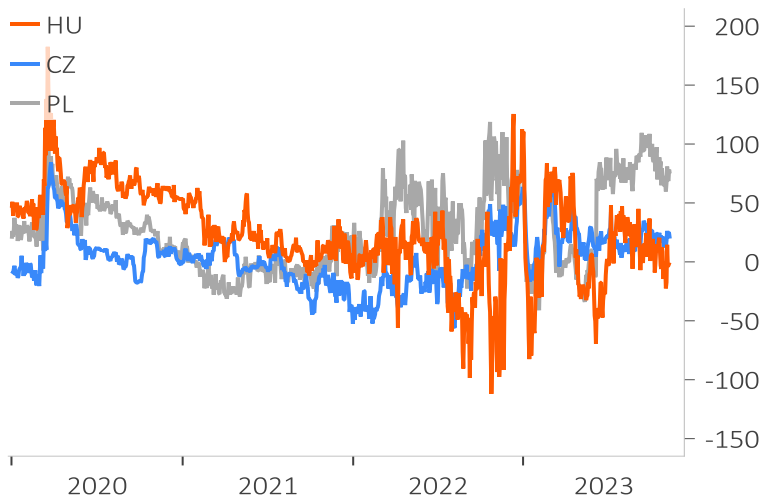
- Sytuację na €/PLN w ubiegłym tygodniu zdeterminowała RPP. Rada, wbrew oczekiwaniom analityków, nie zmieniła stóp w listopadzie, a późniejsze komentarze prezesa NBP A.Głapińskiego sugerują, że cykl obniżek stóp mógł się już zakończyć. W efekcie doszło do dużego przeszacowania rynkowych oczekiwań na dalszą ścieżkę stóp NBP, a kurs €/PLN spadł z 4,46 do 4,43.
- W przypadku €/PLN spodziewamy się stopniowego schodzenia pary do 4,40, prawdopodobnie w perspektywie tygodnia-dwóch. Podczas wystąpienia w ubiegłym tygodniu Prezes NBP był w stanie przekonać inwestorów, że przestrzeń do ew. dalszych obniżek stóp jest niewielka. O ruchach na złotym prawdopodobnie przesądzi teraz €/US\$.
- Szanse na zmiany stóp przed marcowym posiedzeniem RPP są praktycznie zerowe. Dlatego obecnie zakładamy, że para €/PLN zakończy rok bliżej 4,40 niż 4,50. Technicznie widać sygnały, że kurs mógłby testować niższe poziomy, ale napływ inwestorów do kraju może hamować najprawdopodobniej długi proces formowania rządu i odsunąć się w czasie otrzymania unijnych zaliczek z KPO.
- Perspektywę 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 – SPW nadal pod presją.

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



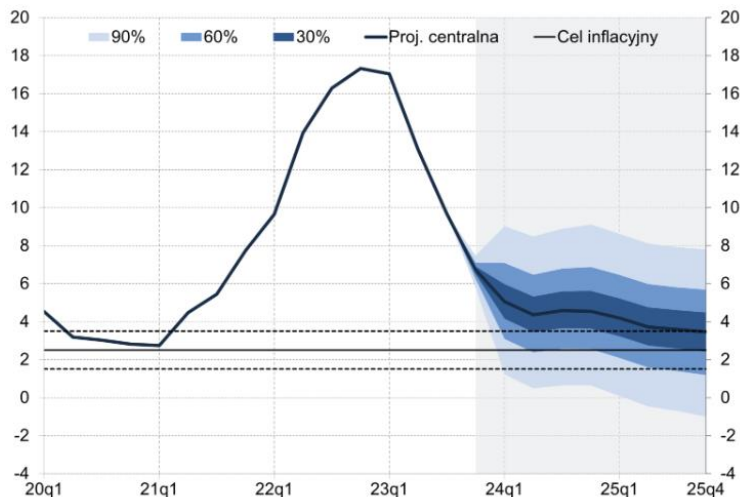
## Asset swapy 10L w CEE od 2019



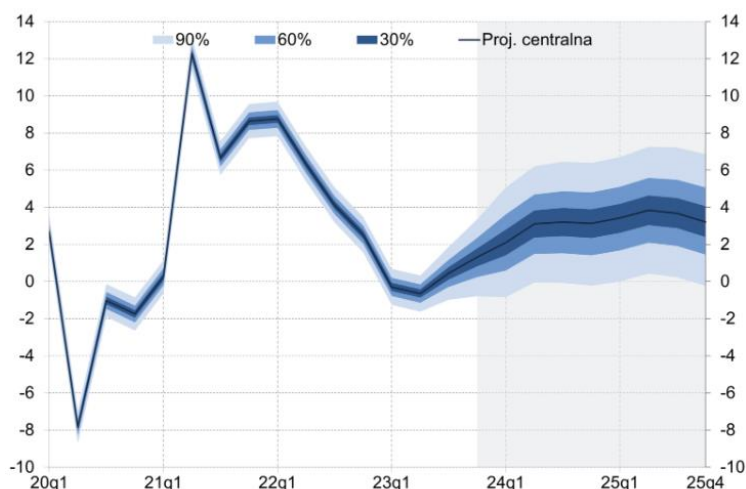
- Rentowności długoterminowych obligacji na rynkach bazowych w ubiegłym tygodniu utrzymały się w trendzie bocznym. Na krótkim końcu obserwowaliśmy jednak wzrosty rentowności, od około 10pb dla niemieckiej 2latki i 20pb w przypadku amerykańskiej. Z kolei rentowności SPW podniosły się o od 15pb na długim końcu do przeszło 20pb na krótkim. To przede wszystkim efekt dużej zmiany w oczekiwaniach rynkowych na ścieżkę stóp NBP po ostatnim posiedzeniu RPP.
- Publikowane w tym tygodniu dane, szczególnie spowalniająca inflacja CPI z USA, powinny zahamować ostatnie wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Gdyby jednak doszło do zaskoczeń po wyższej stronie, to szczególnie krzywa amerykańska może się podnieść. Ostatnie dni przyniosły nie tylko utrzymanie jastrzębkiej retoryki przez Fed, ale także nieudaną aukcję amerykańskich 30latek. Nie spodziewamy się jednak, aby w tym cyklu rentowność amerykańskiej 10latki miał ponownie przetestować poziom 5%.
- Krótkoterminowe perspektywy SPW nadal oceniamy negatywnie. Komentarze z RPP wskazują, że ścieżka stóp w Polsce będzie wyższa od wcześniejszych oczekiwań przez co najmniej 2 lata. To ryzyko szczególnie dla krótkiego końca. W przypadku długiego negatywnym czynnikiem mogą być ew. kolejne informacje o planach wydatkowych nowej koalicji. Spodziewamy się, że mogą one wzrosnąć o około 1%PKB względem już napiętego projektu przyszłorocznego budżetu.

# Projekcja NBP wskazuje na dalszy spadek inflacji.

## Listopadowa projekcja NBP - CPI



## Listopadowa projekcja NBP - PKB



- Listopadowa projekcja inflacji Narodowego Banku Polskiego (NBP) zakłada stopniową odbudowę koniunktury na bazie spadku inflacji i poprawy realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, ale ożywienie będzie raczej powolne. Wygasanie negatywnego szoku podażowego przełoży się na wzrost PKB o 2,9% w 2024 i 3,5% w 2025, po wzroście o zaledwie 0,3% w roku 2023.
- Krajowy rynek pracy w dalszym ciągu charakteryzuje się odpornością na słabszą koniunkturę. Ekonomiści NBP oczekują, że zatrudnienie będzie się z opóźnieniem dostosowywało do sytuacji gospodarczej. Scenariusz zakłada spadek liczby pracujących o odpowiednio 0,5% i 0,4% w latach 2024-25, po wzroście o 0,4% w roku 2023. Czynnikiem podbijającym wzrost wynagrodzeń w 2024 będzie podwyżka płacy minimalnej o ok. 20%, ale zdaniem ekspertów banku centralnego wzrost płac wyhamuje w przyszłym roku do 9,3% z 12,8% w roku 2023. Stopa bezrobocia BAEL ma wzrosnąć do 3,3% w 2024 i 3,4% w 2025 z 2,9% w roku 2023.
- Projekcja wskazuje na kontynuację dezinflacji, jednak w wyraźnie wolniejszym tempie niż ostatnio, głównie w oparciu o utrzymującą się w całym horyzoncie projekcji ujemną lukę produktową, która ma wynieść 1,0% produktu potencjalnego w 2024 i 0,5% w 2025. Rozkład ryzyk dla projekcji inflacji jest asymetrycznie skrzywiony w kierunku wyższej ścieżki niż scenariusz centralny, który zakłada jej powrót do celu pod koniec 2025. Pomimo obniżek stóp horyzont dojścia do celu jest podobny jak w projekcji lipcowej z uwagi na niższy od oczekiwanego wcześniej poziom inflacji w 2poł23. W szczególności zwróconą uwagę na szybszą dezinflację cen żywności i spadek inflacji bazowej. Według centralnej ścieżki inflacja CPI ma obniżyć się do 4,6% w 2024 i 3,7% w 2025.

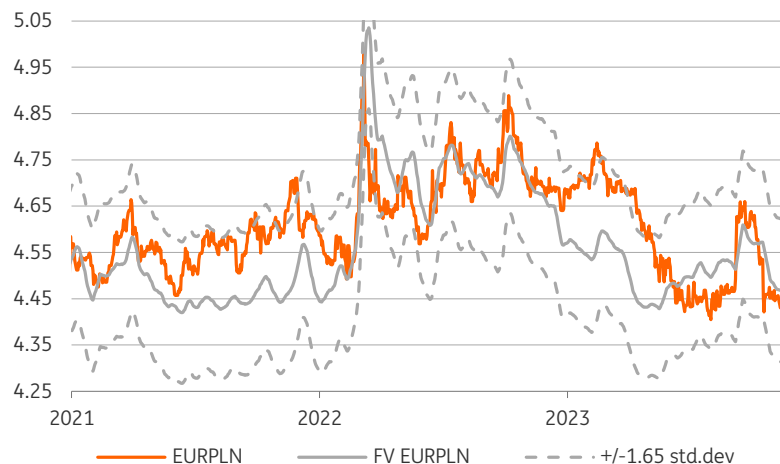
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

|          | gru 23 | sty 24 | lut 24 | mar 24 | kwi 24 | maj 24 | cze 24 | lip 24 | sie 24 | wrz 24 | paź 24 | lis 24 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| US\$/PLN | 4.16   | 4.14   | 4.12   | 4.10   | 4.06   | 4.02   | 3.97   | 3.93   | 3.89   | 3.85   | 3.83   | 3.81   |
| €/PLN    | 4.41   | 4.42   | 4.42   | 4.43   | 4.44   | 4.44   | 4.45   | 4.44   | 4.44   | 4.43   | 4.42   | 4.41   |
| CHF/PLN  | 5.51   | 5.51   | 5.51   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   | 5.26   |
| GBP/PLN  | 5.64   | 5.64   | 5.59   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   | 5.39   |

## 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.



## 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.