

Tygodnik ING

Oczekiwania na dalsze podwyżki Fed wygasły. Dane z kraju powinny potwierdzić odbicie koniunktury.

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

20 listopada 2023



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



W skrócie

- Zachowanie rynków w ubiegłym tygodniu zdeterminowały dane o inflacji z USA. Choć spadek dynamiki cen by spodziewany m.in. z uwagi na tańsze paliwa, to wzrost cen wyhamował do zera m/m. Skutkiem było praktycznie wygaśnięcie oczekiwań na jakiegokolwiek dalsze podwyżki stóp Fed. Wzrosły też oczekiwania na szybkie obniżki stóp w USA, gdyż tak szybkie hamowanie cen m/m oznacza, że CPI ma szansę wrócić do celu Fed już w połowie przyszłego roku. W efekcie obserwowaliśmy duży wzrost €US\$ (z 1,07 do ponad 1,09 dziś rano), a także umocnienie obligacji (rentowność Treasuries obniżyła się 15-20b, mocniej na długim końcu). Rynek zignorował natomiast wystąpienia z FOMC, nie wspierające scenariusza szybkich obniżek stóp.
- Rozpoczynający się tydzień przyniesie publikacje październikowych danych z polskiej gospodarki. Dane ze sfery realnej powinny potwierdzić kontynuację odbicia koniunktury. Spodziewamy się pozytywnych dynamik rocznych o aktywności w głównych gałęziach gospodarki. Oceniamy, że przemysł powoli wychodzi z dekoniunktury, co sugerują m.in. krajowe i niemieckie wskaźniki PMI.
- Według naszych prognoz październik był pierwszym od stycznia miesiącem, kiedy sprzedaż detaliczna wzrosła realnie r/r. Spadek inflacji w ostatnich miesiącach i utrzymywanie się dwucyfrowego wzrostu płac przełożyły się na odbudowę realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Konsumenci nadal ostrożnie podchodzą do zakupów dóbr trwałych, ale obserwowana od początku roku poprawa nastrojów konsumenckich sugeruje, że kwestią czasu jest odbicie popytu także na tego typu produkty.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 XI	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	X	1,2%	1,6%	-3,1%
			Płace w sekt. Przedsiębiorstw r/r	X	13,0%	11,7%	11,9%
			Zatr. w sekt. Przedsiębiorstw r/r	X	0,0%	0,0%	0,0%
	USA	20:00	Minutes FOMC z posiedzenia w XI				
22 XI	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r (realnie)	X	2,3%	1,6%	-0,3%
	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	XI	61,0pkt.	60,7pkt.	60,7pkt.
23 XI	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XI	41,2pkt.	41,2pkt.	40,8pkt.
			PMI - usługi	XI	47,5pkt.	48,5pkt.	48,2pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XI	43,4pkt.	43,4pkt.	43,1kt.
			PMI - usługi	XI	47,9pkt.	48,1pkt.	47,8pkt.
24 XI	Niemcy	10:00	Wskaźnik koniunktury IFO	XI	87,4pkt.	87,5pkt.	86,9pkt.

Rynki walutowe – przerwa we wzroście €/US\$.

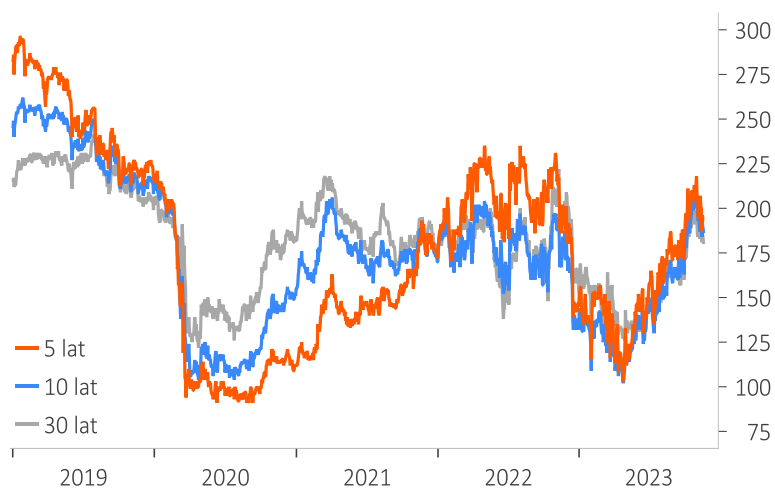
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

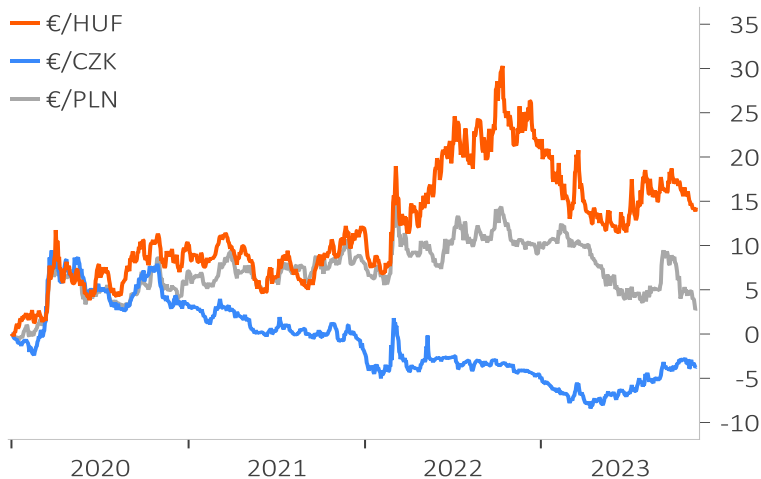
- Zachowanie rynków w ubiegłym tygodniu zdeterminowały dane o inflacji z USA. Wyhamowanie wzrostu cen (0% m/m) wywołało praktycznie wygaśnięcie oczekiwań na jakiegokolwiek dalsze podwyżki stóp Fed oraz wzmocniło oczekiwania na szybkie ich cięcia (CPI ma szansę wrócić do celu Fed już w połowie roku). W efekcie obserwowaliśmy duży wzrost €/US\$ (z 1,07 do ponad 1,09 dziś rano).
- W tym tygodniu kluczowe dla rynków powinny być głównie dane o koniunkturze (PMI) w strefie euro, które poznamy w czwartek. Nie spodziewamy się jednak większych zaskoczeń. W drugiej połowie tygodnia obroty na rynkach powinny być też mniejsze z uwagi na święto w USA. Dlatego liczymy, że w tym tygodniu kurs €/US\$ nie będzie kontynuować wzrostu i ew. może zanotować niewielką korektę (nie dalej jak do 1,08).
- W końcówce roku rośnie ryzyko, że para €/US\$ może wzrosnąć powyżej 1,10. Pojawia się coraz więcej sygnałów słabnięcia koniunktury w USA, m.in. na rynku nieruchomości. Jednocześnie zaczęły pojawiać się dalsze symptomy poprawy koniunktury w Europie, choć ciągle relatywnie słabe.
- W dłuższym horyzoncie dolar powinien jednak stopniowo tracić. Fed, choć robi to później niż zakładaliśmy jeszcze jakiś czas temu, prawdopodobnie w 2024 rozpocznie obniżki stóp. Powinien to także zrobić w większej skali niż EBC, gdyż wcześniej dokonał większego zacieśnienia polityki pieniężnej. Oznacza to stopniową zmianę dysparytetu stóp na korzyść euro.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

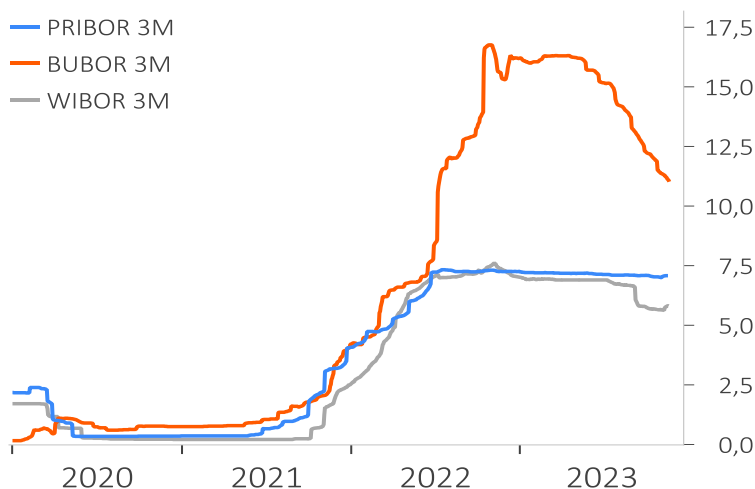


Rynki walutowe – €/PLN może kontynuować spadek.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

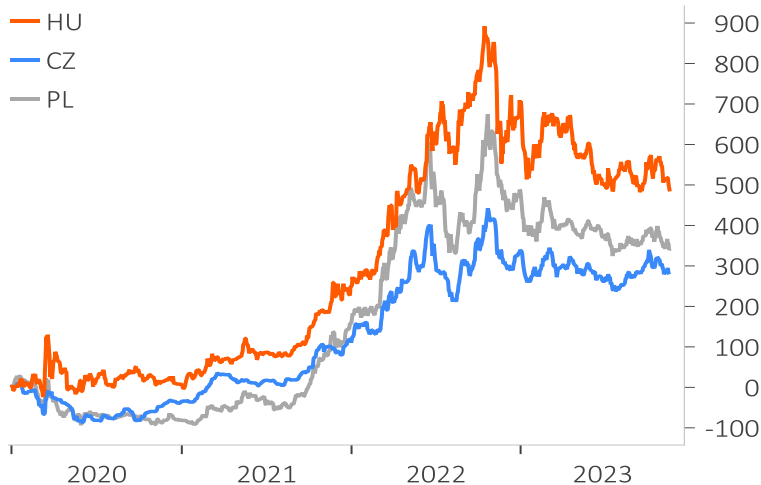


€/PLN:

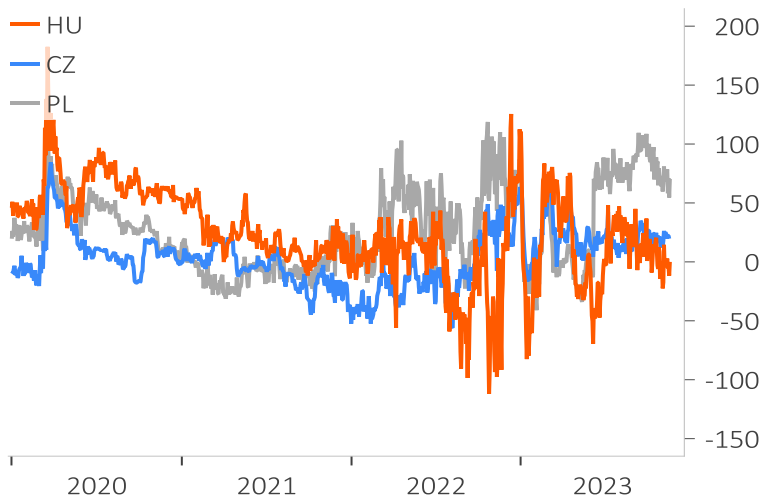
- Słabszy dolar pozwolił na dalsze umocnienie walut CEE w ubiegłym tygodniu. Para €/PLN spadła istotnie poniżej 4,40 po raz pierwszy od 2020. Przez cały tydzień złoty umacniał się również na tle walut CEE, np. forinta. To prawdopodobnie nadal efekty przeszacowania oczekiwań co do ew. dalszych obniżek stop NBP.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu prawdopodobnie zdeterminuje sytuacja na rynkach bazowych. Mamy co prawda szereg danych z kraju, ale nie sądzimy, aby zmieniły one istotnie oczekiwania co do dalszej ścieżki stóp NBP. Dlatego w tym tygodniu liczymy raczej na utrzymanie pary €/PLN w trendzie bocznym, dość blisko 4,40, ale raczej poniżej tego poziomu.
- Mimo osłabienia dolara pod koniec ubiegłego tygodnia kurs €/PLN nie kontynuował już spadków. Jak na razie potwierdza to nasz scenariusz, że kurs €/PLN może mieć trudności z utrzymaniem się istotnie poniżej 4,40 przez dłuższy czas. Technicznie nadal jednak poziom docelowy dla €/PLN to poziomy rzędu 4,34-35, prawdopodobnie do osiągnięcia na przełomie miesiąca.
- 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 4,30. Może to skłaniać rząd do prób hamowania dalszej aprecjacji PLN poprzez wymienianie środków z UE w NBP, a nie na rynku.

Rynek długu – Dalsze spłaszczenie krzywej SPW.

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



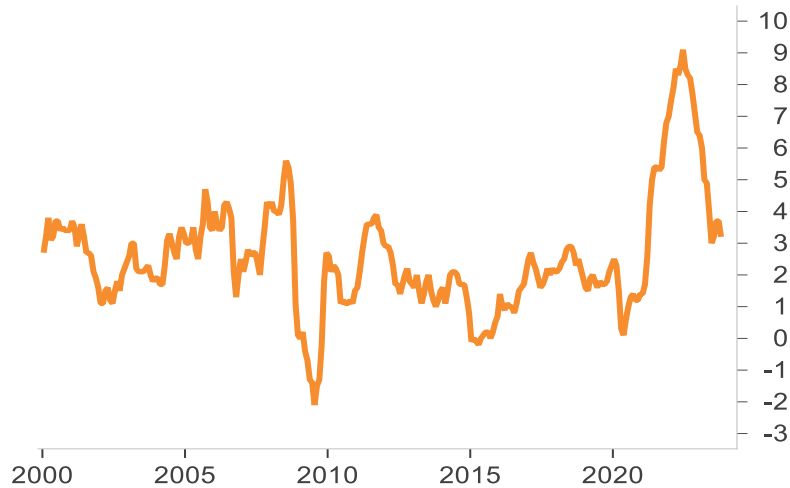
Asset swapy 10L w CEE od 2019



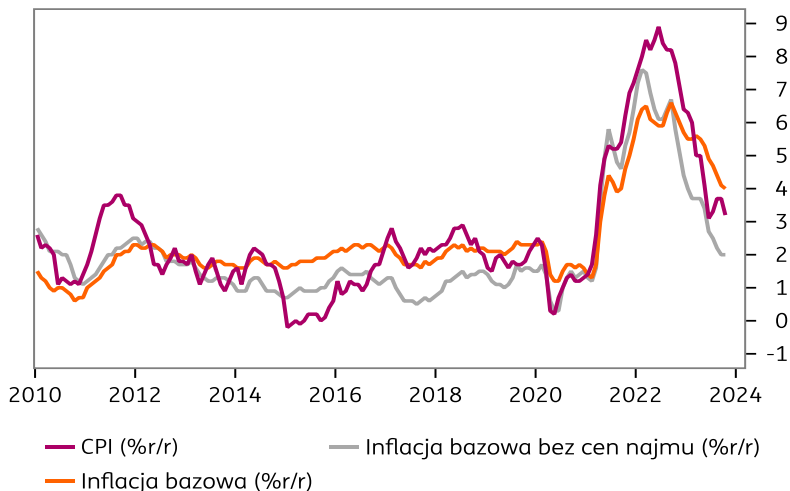
- Sytuację na rynkach długu w ubiegłym tygodniu zdeterminowały dane o inflacji CPI z USA. Wygasiły one oczekiwania na jakiegokolwiek dalsze podwyżki stóp Fed i przybliżyły wyceniany przez rynek moment obniżek. W efekcie obserwowaliśmy umocnienie obligacji (rentowność Treasuries obniżyła się 15-20bp, mocniej na długim końcu). Długie SPW zyskały w ślad za rynkami bazowymi około 15pb. Na krótkim końcu, spadek rentowności był minimalny, gdyż spadają oczekiwania na obniżki stóp procentowych w kraju.
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji na bazowych rynkach długu. Kluczowych danych w najbliższych dniach jest mało (PMI z Europy raczej nie zaskoczą), a święto w USA w czwartek wpłynie na obniżenie aktywności uczestników rynku. Widzimy jednak duże prawdopodobieństwo, że trwa dłuższy trend spadkowy rentowności. Zarówno Fed jak i EBC prawdopodobnie zakończyły już swoje cykle podwyżek stóp. Rosną też obawy o koniunkturę w USA na przełomie roku. W takim otoczeniu coraz trudniej będzie bankom centralnym przekonać rynki, że na obniżki stóp trzeba będzie poczekać kilka miesięcy.
- W przypadku SPW nadal liczymy na spłaszczenie krzywej. Na długim końcu mogą wystąpić napływy z zagranicy, szczególnie gdyby umocnienie na rynkach bazowych było kontynuowane. W przypadku krótkiego końca szanse na dalsze spadki rentowności są zdecydowanie mniejsze. Powodem jest spadek oczekiwań na obniżki stóp NBP w kolejnych kwartałach. Na taki scenariusz wskazuje np. ścieżka inflacji z projekcji NBP, czy zaskakująco wysoki wzrost inflacji bazowej m/m w październiku. Liczymy, że publikowane w tym tygodniu dane z kraju będą też generalnie nieco mocniejsze od oczekiwań.

CPI w USA hamuje, w połowie 2024 może osiągnąć cel Fed.

Inflacja CPI w USA (%r/r) prawie na poziomach sprzed pandemii



Wybrane miary inflacji konsumenckiej w USA



- Inflacja CPI spadła w październiku do 3,2%r/r, poniżej konsensusu 3,3%, z 3,7% we wrześniu, co wynikało z braku zmian cen w ujęciu miesięcznym (0,0%m/m) przy oczekiwaniach na 0,1% i po wzroście o 0,4% we wrześniu. Również inflacja bazowa z wyłączeniem cen energii i żywności ukształtowała się lekko poniżej konsensusu (4,0%r/r i 0,2%m/m przy oczekiwaniach na 4,1% i 0,3%, podobnie jak miesiąc wcześniej). Natomiast ceny usług po wyłączeniu energii i kosztu utrzymania mieszkania wzrosły o 0,2%m/m i 3,8%r/r.
- W strukturze CPI warto odnotować wyraźnie wolniejszy wzrost w kategorii czynsz ekwiwalentny (0,4%m/m po 0,6% miesiąc wcześniej), spadek cen paliw o 5%m/m, spadki cen samochodów (używanych o 0,1%m/m i nowych o 0,8%), spadek cen biletów lotniczych o 0,9%m/m oraz usług hotelowych o 2,9%m/m.
- Prognozujemy, że inflacja będzie utrzymywać się w przedziale 2-2,5% począwszy od kwietnia, a inflacja bazowa CPI zbliży się do 2% w 2kw24. O ile relacja między czynszami i dopowiadającym im komponentem w CPI utrzyma się, pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości powinno wpłynąć na obniżenie się rocznego wskaźnika CPI o 1,3pp, a inflacji bazowej o 1,7pp. Dołożą się do tego wyższe koszty pożyczek (np. na kartach), które będą spowalniać wydatki gospodarstw domowych. W konsekwencji powinno się to przełożyć na zmniejszenie zdolności przedsiębiorstw do podnoszenia cen detalicznych, szczególnie w przypadku trwałych dóbr konsumpcyjnych.
- W otoczeniu spadającej inflacji i pogarszającej się koniunktury, oczekujemy, że latem 2024 Fed rozpocznie cykl obniżek.

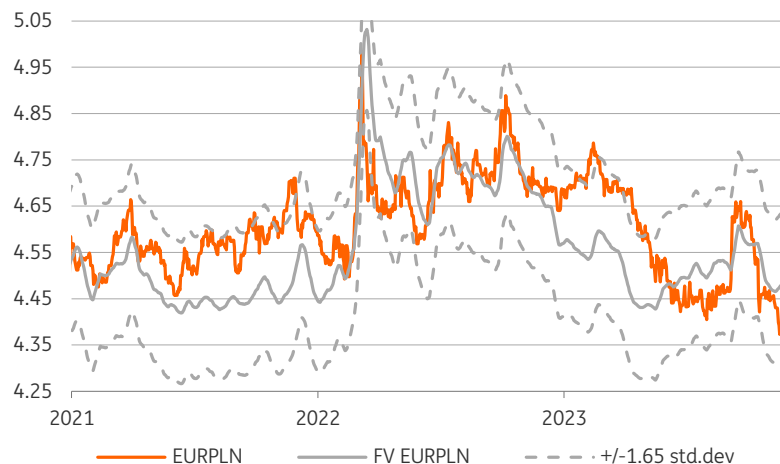
Prognozy walutowe.

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	4.09	4.09	4.08	4.07	4.06	4.04	4.02	4.00	3.98	3.96	3.93	3.90
€/PLN	4.38	4.39	4.39	4.40	4.41	4.41	4.42	4.42	4.43	4.43	4.44	4.44
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 w ostatnich tygodniach. 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. Spadł też jednak i kurs €/PLN. Według naszych szacunków od okolic 4,33 zaczynać się będzie istotne przewartościowanie złotego.



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.