

Tygodnik ING

Tydzień głównych banków centralnych i CPI z USA.

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

11 grudnia 2023

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie

 [ING_EconomicsPL](https://www.ing.com.pl/ING_EconomicsPL)



W skrócie

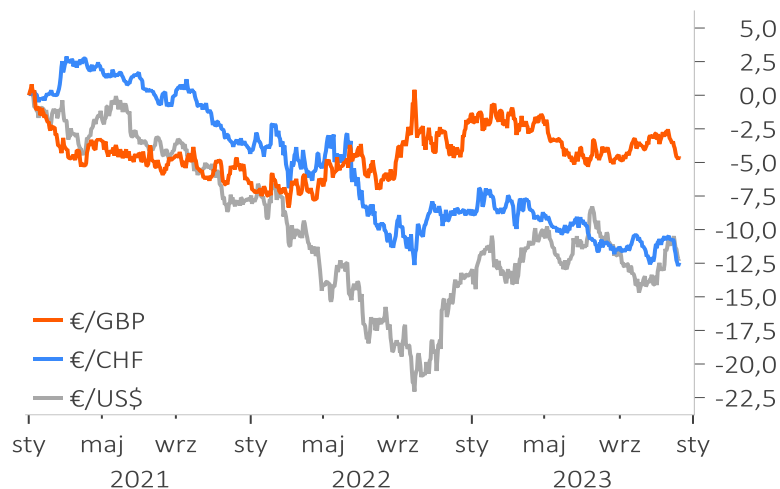
- W najbliższym tygodniu, posiedzenia decyzyjne ma 5 banków centralnych: USA, strefy euro, Wielkiej Brytanii, Szwajcarii i Norwegii. Spodziewamy się, że w środę Fed pozostawi stopy procentowe bez zmian, ale utrzyma względnie restrykcyjną retorykę. Zostanie również opublikowana aktualizacja prognoz makroekonomicznych. Decyzję Fed w środę poprzedzi publikacja danych o listopadowej inflacji CPI. Konsensus zakłada względną stabilizację inflacji bazowej (3,1%r/r po 3,2% w październiku).
- Nie spodziewamy się na zmian stóp procentowych na innych posiedzeniach banków centralnych. EBC utrzyma stopę depozytową na poziomie 4,0%, a refinansową na poziomie 4,5% drugi miesiąc z rzędu. Od czasu poprzedniego posiedzenia w listopadzie, z Europy napłynęły dane o szybkiej dezinflacji i słabej koniunkturze, w szczególności z Niemiec. Obniżka stóp EBC o 25pb w marcu 2024 jest wyceniana obecnie z prawdopodobieństwem lekko powyżej 50%, natomiast w kwietniu - ponad 80%. Oczekiwania dot. rychłych obniżek stóp EBC powinny zostać wzmocnione po publikacji grudniowych PMI w tym tygodniu - generalnie spodziewamy się utrzymania stagnacyjnych poziomów tych wskaźników.

Kalendarz makroekonomiczny

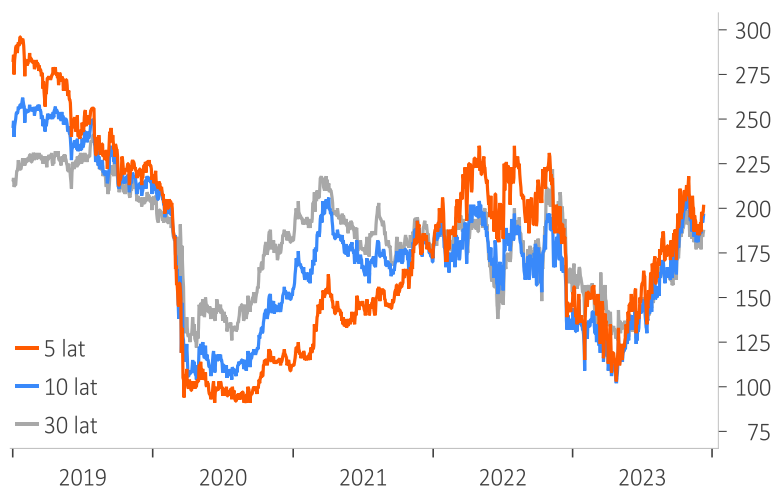
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 XII	USA	14:30	CPI r/r	XI	3,1%	3,1%	3,2%
			Inflacja bazowa r/r	XI	4,0%	4,0%	4,0%
13 XII	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	X	-	-	-6,9%
	USA	14:30	PPI r/r	XI	1,0%	1,1%	1,3%
14 XII	UK	20:00	Decyzja FOMC		b.z.	b.z.	b.z.
		13:00	Decyzja Banku Anglii		b.z.	b.z.	b.z.
		Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	X	€2200mln	€1618mln
15 XII	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	XI	-0,3%	0,1%	-0,1%
	Strefa euro	10:00	PMI - przetwórstwo przemysłowe	XII	-	-	44,2pkt.
15 XII	Strefa euro	10:00	PMI - usługi	XII	-	-	48,7pkt.
			USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	XI	0,3%

Rynki walutowe – bliski koniec korekty na €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

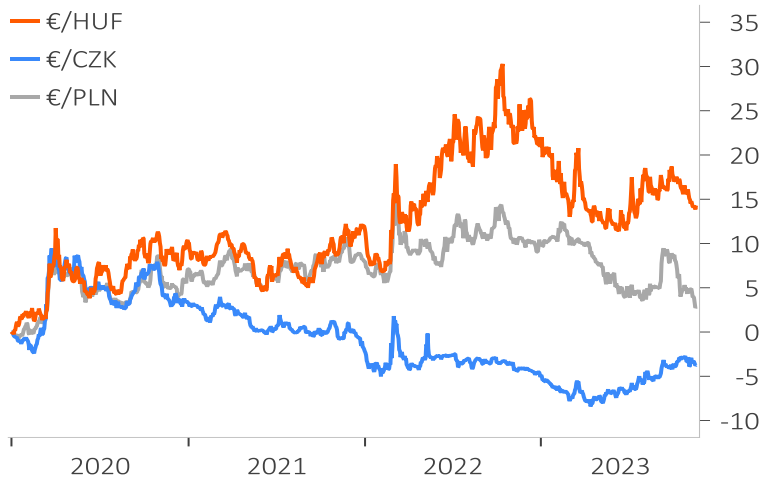


€/US\$:

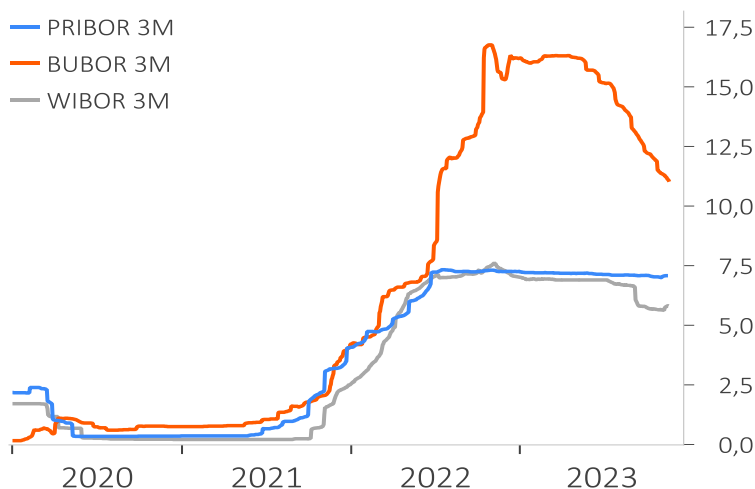
- Ubiegły tydzień przyniósł dalszy spadek €/US\$ z 1,0870 do 1,0770. Było to m.in. efektem komentarzy z EBC sugerujących, że na rozpoczęcie obniżek stóp nie będzie trzeba czekać długo i lepszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.
- Rozpoczynający się tydzień jest bardzo bogaty w istotne dane i wydarzenia w USA. Kluczową publikacją powinna być inflacja z USA. Przed miesiącem właśnie po publikacji CPI z USA rozpoczął się silny wzrost €/US\$. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem, ale widzimy raczej ryzyko zaskoczenia po niższej stronie. Naszym zdaniem to na tym wydarzeniu skupi się uwaga rynku, a inwestorzy, przynajmniej częściowo, będą najprawdopodobniej ignorować antyobniżkowy przekaz z Fed. Sugeruje to albo odbicie €/US\$, albo utrzymanie w obecnych okolicach.
- Taki scenariusz wydaje się też wspierać zachowanie €/US\$ pod koniec ubiegłego tygodnia. Para nie była w stanie pogłębić ruchu i oparła się o lokalne wsparcie, mimo lepszych od oczekiwań payrolls. Dlatego oczekujemy, że kurs zakończy rok bliżej 1,10, choć zdecydowanie spadło ryzyko, że jeszcze w grudniu wyłamię się ponad ten poziom.
- W horyzoncie końca 2024 dolar powinien nadal 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, co historycznie zwykle oznaczało wzrost €/US\$.

Rynki walutowe – €/PLN może kontynuować spadek.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

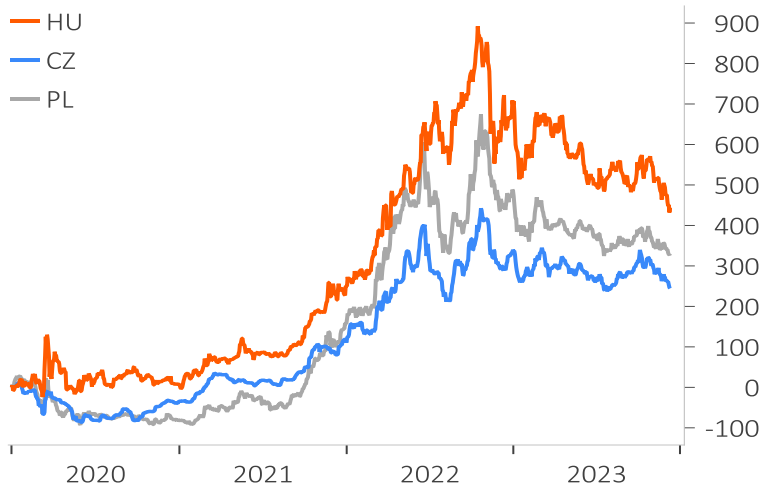


€/PLN:

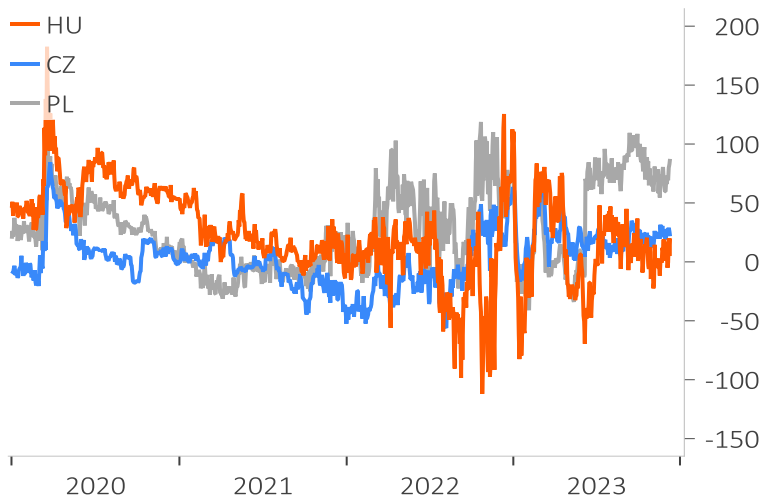
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN utrzymał się na w miarę stabilnym poziomie przy 4,3350. Złoty dobrze zniósł spadek kursu €/US\$, choć niektóre waluty regionu, np. forint radziły sobie jeszcze lepiej.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu prawdopodobnie zdeterminuje sytuacja na rynkach bazowych. Naszym zdaniem otoczenie międzynarodowe będzie lekko bardziej sprzyjające i kurs €/PLN powinien znów przetestować 4,32. W razie większego ruchu w górę na €/US\$, możliwy wydaje się spadek do okolic 4,30. Na więcej na razie nie liczymy, gdyż RPP nie była w ubiegłym tygodniu w stanie przekonać rynków o braku gotowości do dalszych obniżek stóp. Inwestorzy oczekują, że NBP może łagodzić politykę pieniężną w ślad za cięciami stóp przez główne banki centralne.
- Oczekujemy, że w 2024 kurs €/PLN zbliży się do 4,20-25. Za umocnieniem złotego przemawia: 1) napływ kapitału z zagranicy – w nowym otoczeniu politycznym inwestorzy powinni dawać się w krajowych aktywach, 2) Napływ środków z UE, w tym opóźnionych z KPO, 3) wysokie stopy NBP na tle rynków bazowych, 4) nadwyżka w bilansie obrotów bieżących, pogorszenie w saldzie wymiany towarów i wysokich dochodów zagranicznych firm, czynniki te powinien zrównoważyć m.in. bardzo wysoki eksport usług.
- Okolice 4,30 dla €/PLN wg NBP, a 4,40-45 wg PFR to poziom opłacalności polskiego eksportu. Dlatego spodziewamy się, że instytucje publiczne będą podejmować próby hamowania spadku €/PLN np. poprzez wymianę znacznej części środków z UE w NBP, a nie na rynku.

Rynek długu – Globalna dezinflacja wsparciem dla długu.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Piątkowe payrolls z USA miały duży wpływ na rynki długu. W piątek rentowności Treasuries podniosły się 10-15pb, mocniej na krótkim końcu. W ślad za tym dochodowości niemieckich papierów wzrosły o 6-8pb. To pierwsza większa korekta prawie od miesiąca. Na SPW zmiany były organiczne. Krajowy dług nie zareagował istotnie na piątkowe dane z USA. Do scenariusza bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej rynku nie przekonały ani komentarz po decyzji RPP, ani późniejsza konferencja Prezesa NBP.
- Nie spodziewamy się, aby piątkowe odbicie rentowności na rynkach bazowych miało przerodzić się w trend. Dane o aktywności sugerują stopniowe hamowanie koniunktury w USA i bardzo powolne odbicie w Europie. Dokłada się do tego globalny trend hamowania inflacji. W takim otoczeniu bankom centralnym trudno będzie przekonać rynki, że stopy w USA i strefie euro nie spadną w 1poł24. W skali tego tygodnia spodziewamy się stabilizacji na niemieckim i amerykańskim rynku lub niewielkiego spadku rentowności.
- W tym tygodniu praktycznie nie ma istotnych dla SPW danych z kraju. Rynek zignorował także ubiegłotygodniowe komentarze z RPP. Dlatego to sytuacja na rynkach bazowych powinna być dla SPW decydująca w tym tygodniu. Liczymy na niewielkie spadki rentowności na długim końcu oraz stabilizację na krótkim.
- Widzimy jednak spore ryzyko przeceny krótkich SPW w 1kw23. W naszej ocenie NBP wbrew oczekiwaniom rynku nie zmieni stóp w marcu i podtrzyma antypodwyżkową retorykę. Na taki scenariusz wskazują zarówno nasze prognozy CPI, jak i np. ścieżka inflacji z projekcji NBP.

Prognozy gospodarcze 2024 dla Polski na tle regionu.

Główne wskaźniki gospodarcze dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2021-25

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Wzrost PKB, w %					
Polska	6.9	5.3	0.4	3.0	3.5
Czechy	3.6	2.4	-0.4	1.4	2.2
Węgry	4.8	6.5	-3.1	2.6	3.4
Rumunia	5.7	4.6	1.5	2.8	3.0
Inflacja konsumencka CPI, koniec okresu, w %					
Polska	8.6	16.6	6.8	6.5	4.7
Czechy	6.6	15.8	7.1	2.2	2.0
Węgry	7.4	24.5	6.1	6.2	3.0
Rumunia	8.2	16.4	7.4	4.7	4.2
Stopy procentowe banku centralnego, w %					
Polska	1.75	6.75	5.75	5.75	5.25
Czechy	3.75	7.00	7.00	4.00	3.00
Węgry	2.40	13.00	10.75	7.00	5.00
Rumunia	1.75	6.75	7.00	5.50	5.00
Saldo sektora finansów publicznych, general government, % PKB					
Polska	-1.8	-3.7	-5.2	-6.0	-3.6
Czechy	-5.1	-3.6	-3.3	-2.4	-1.7
Węgry	-7.2	-6.2	-5.8	-4.4	-3.3
Rumunia	-8.0	-6.9	-5.5	-5.0	-4.4
Saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego, % PKB					
Polska	-1.3	-2.4	1.1	1.4	1.4
Czechy	-0.8	-6.1	-0.8	0.0	0.3
Węgry	-4.2	-8.2	0.5	0.9	1.9
Rumunia	-7.3	-9.4	-6.9	-6.8	-6.7

- W naszym najnowszym raporcie półrocznym z prognozami dla europejskich i wybranych azjatyckich rynków wschodzących [Directional Economics](#), Polska prezentuje się odmiennie od innych krajów regionu. W prognozach na 2024 rok, Polska wyróżnia się jako kraj na fali stosunkowo silnego ożywienia gospodarczego (choć przy dalszym poluzowaniu fiskalnym), z wyraźnie umacniającą się walutą i płaskimi stopami procentowymi NBP (choć po zaskakujących dla rynku obniżkach łącznie o 100pb w ostatnich miesiącach).
- Na tle krajów regionu (obejmującego - oprócz Polski - Czechy, Węgry i Rumunię, Central and Eastern Europe, CEE4), gospodarka polska odnotuje najsilniejsze ożywienie: 3,0% w 2024 z 0,4% szacowanego w br. W odróżnieniu od krajów regionu, spodziewamy się, że - w kolejnym roku wyborczym - saldo sektora finansów publicznych dalej się pogorszy, podczas gdy inne kraje CEE4 rozpoczną konsolidację budżetową. [Oceniamy](#) jednak, że przy oczekiwaniach na obniżki stóp procentowych na rynkach bazowych, poluzowanie fiskalne w Polsce - w powiązaniu z odblokowaniem dostępu do środków unijnych z KPO i polityki spójności z nowej perspektywy finansowej UE - nie powinno przełożyć się na podbicie rentowności krajowych SPW.
- Prognozujemy, że przy odbiciu wzrostu realnego PKB w 2024, napędzanego odbudowa konsumpcji prywatnej przy silnym wzroście realnych wynagrodzeń, dalsza dezinflacja w Polsce będzie stosunkowo powolna, co raczej nie pozwoli na obniżki stóp procentowych NBP w 2024. Ich ostrych cięć spodziewamy się w Czechach (o 300pb) i na Węgrzech (o 375pb, ale z najwyższego poziomu w CEE4). Na tle banków centralnych w regionie, NBP wyróżnił się jednak cięciami stóp procentowych łącznie o 100bp jesienią br.

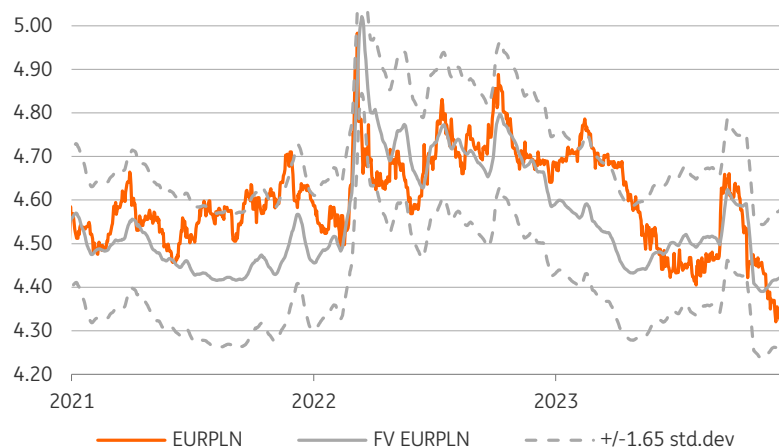
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24
US\$/PLN	4.05	4.03	4.01	3.96	3.91	3.86	3.83	3.80	3.77	3.73	3.69	3.65
€/PLN	4.35	4.34	4.33	4.30	4.28	4.25	4.24	4.23	4.22	4.21	4.21	4.20
CHF/PLN	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82	5.82
GBP/PLN	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89

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 wzroście oczekiwań na obniżki stóp Fed i EBC w przyszłym roku. Spadła też ogólna premia za ryzyko dla polskiej gospodarki. Spadł też jednak i kurs €/PLN. Według naszych szacunków od okolic 4,27-30 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.