

Tygodnik ING

Zaskakująco duża odporność gospodarki USA na wysokie stopy.
Do końca roku nie będzie większości za cięciem stóp NBP.

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

12 lutego 2023

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie

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



W skrócie

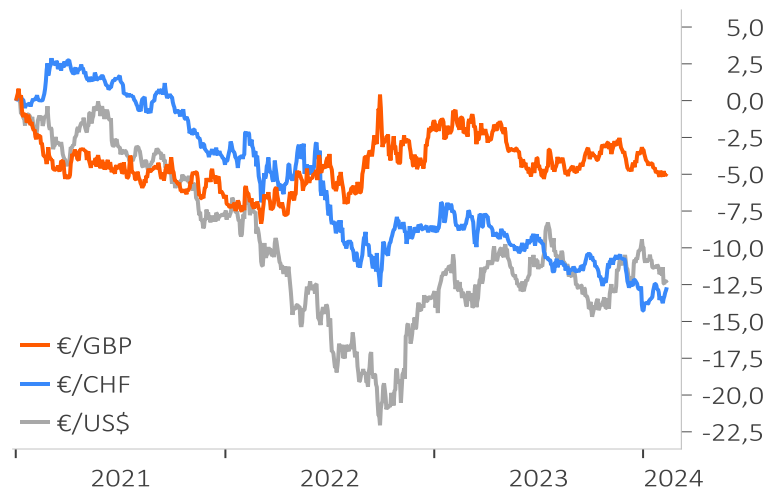
- Rentowności na głównych rynkach od początku miesiąca kontynuują wzrost mimo spadającej inflacji. Fed skutecznie gasi oczekiwania na szybkie obniżki, a inwestorzy zastanawiają się czy docelowa stopa w USA nie będzie wyższa niż dotychczas oczekiwano, gdyż gospodarka USA wykazuje dużą odporność na wysoki poziom stóp.
- W tym tygodniu mamy dość dużo istotnych danych z głównych gospodarek, szczególnie z USA. Naszym zdaniem ukształtują się one blisko oczekiwań. Sugeruje to utrzymanie pary €/US\$ w trendzie bocznym kolejny tydzień. Liczymy także na kolejne próby wyłamania €/PLN poniżej ostatnich dołków, ale naszym zdaniem nieskuteczne. Spodziewamy się, że CPI z Polski zaskoczy istotnie po niższej stronie, co przejściowo wzmocni oczekiwania na cięcia stóp NBP, wbrew retoryce Rady, która pokazała że dzisiaj koncentruje się głównie na walce z inflacją, a do niedawna równorzędny cel tj. wspieranie PKB tracił na znaczeniu.
- W tym tygodniu nie oczekujemy dużej zmiany percepcji kolejnych decyzji Fed, czy EBC przez rynek, ani większych zmian rentowności na niemieckiej czy amerykańskiej krzywej. W najbliższych dniach spodziewamy się natomiast wystromienia krajowej krzywej. Oczekujemy, że dane o CPI z Polski wesprą na chwilę rynek w przekonaniu, że Rada będzie musiała zmienić swoje nastawienie i wznowić cykl obniżek stóp począwszy od marca. Wskazuje to na umiarkowane umocnienie krótkich SPW.

Kalendarz makroekonomiczny

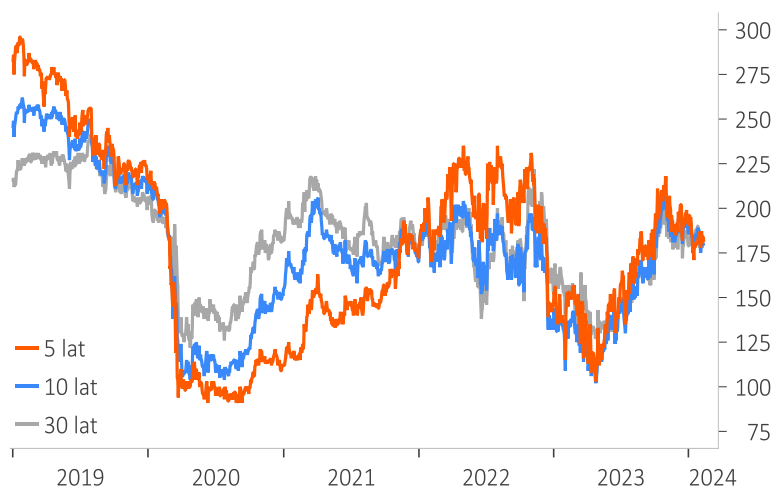
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
13 II	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących (€mln)	XII	-932	53	1325
	USA	14:30	CPI r/r	I	3,0%	2,9%	3,4%
			Inflacja bazowa r/r	I	3,8%	3,7%	3,9%
14 II	UK	8:00	CPI r/r	I	4,3%	4,2%	4,0%
			Inflacja bazowa r/r	I	5,3%	5,0%	5,1%
	Polska	10:00	PKB r/r	4kw23	1,0%	-	0,5%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	4kw23	-	0,1%	0,0%
15 II	Polska	10:00	CPI r/r	I	3,8%	4,2%	6,2%
	USA	14:30	Sprzedż detaliczna m/m	I	-0,2%	-0,1%	0,6%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	I	0,3%	0,4%	0,1%
16 II	USA	14:30	PPI r/r	I	0,7%	-	1,0%

Rynki walutowe – Rośnie ryzyko odbicia €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

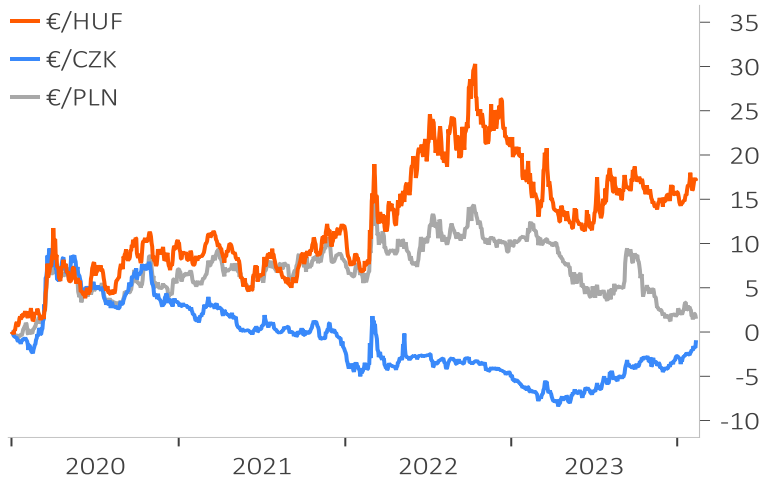


€/US\$:

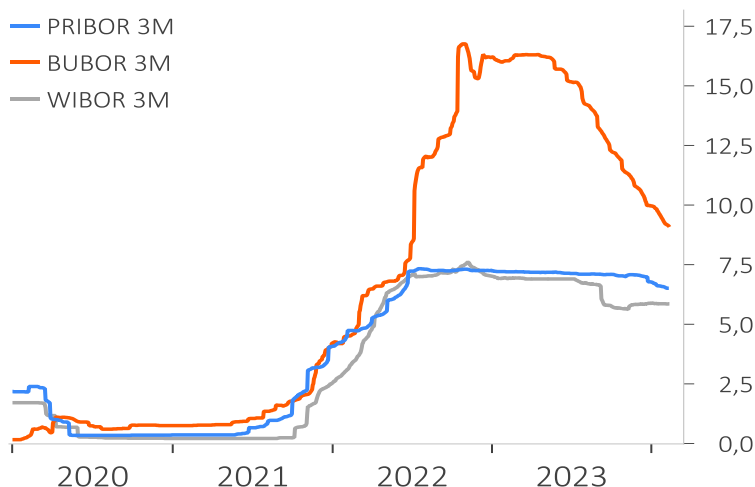
- Próby pogłębienia spadków przez parę €/US\$ w ubiegłym tygodniu nie powiodły się, mimo istotnie lepszego od oczekiwań wyniku usługowego ISM. Kurs dziś rano utrzymuje się blisko 1,08, czyli nieco ponad poziomem otwarcia sprzed tygodnia.
- W tym tygodniu mamy dość dużo istotnych danych z głównych gospodarek, szczególnie z USA. Naszym zdaniem wypadną one jednak dość blisko oczekiwań. Sugeruje to utrzymanie pary €/US\$ w trendzie bocznym kolejny tydzień. Krótkoterminowe wskaźniki techniczne dają jednak szanse na wybicie kursu ponad 1,08. Wygląda na to, że rynek chce zanegować wcześniejszy sygnał sugerujący, że kurs może pogłębić spadek do 1,05 w horyzoncie kilku tygodni. Rośnie natomiast ryzyko, że kurs €/US\$ może dotrzeć do ostatnich szczytów (okolice 1,11) w marcu.
- Pod koniec roku nadal spodziewamy się wzrostu €/US\$. W roku kiedy Fed zaczyna luzowanie dolar zwykle jest słaby. Skala cięć w USA powinna być też większa niż w Europie, chociaż ta różnica będzie może być mniejsza niż oczekiwaliśmy jeszcze w styczniu. Dane makro z USA oraz publikowane ostatnio wyniki spółek w USA pokazują dużą odporność gospodarki na podwyżki stóp, co pociągnęło za sobą wypowiedzi członków Fed sugerujące późniejsze rozpoczęcie luzowania w USA. Przeciw oczekiwaniom na istotnie słabszego dolara jest też wzrost poparcia dla D. Trumpa w sondażach, a jego wybór byłby postrzegany jako czynnik sprzyjający dolarowi. Sugeruje to powrót pary nie dalej jak do około 1,12 pod koniec roku.

Rynki walutowe – Kolejne próby pogłębienia dołków €/PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

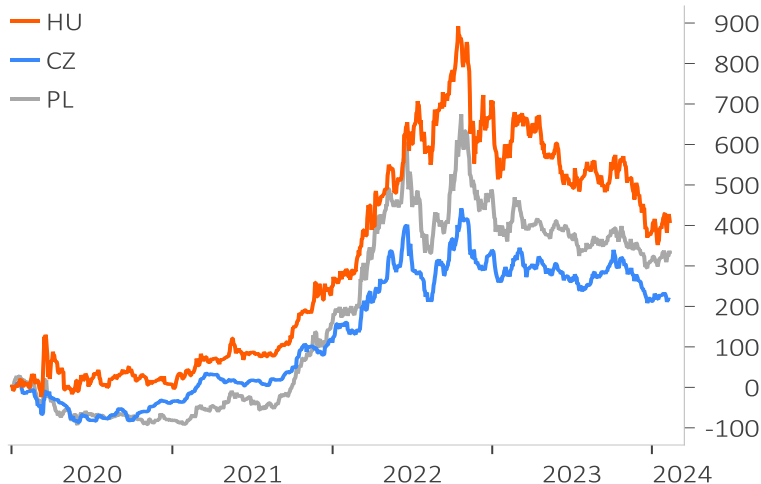


€/PLN:

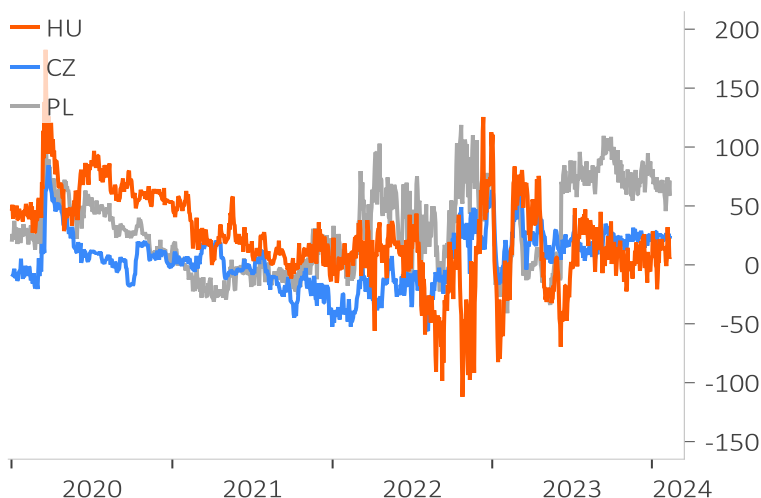
- Kurs €/PLN na początku ubiegłego tygodnia odbił się od ostatnich minimów nieco ponad 4,30, ale dziś rano znów jest względnie blisko tych poziomów. Wsparciem dla złotego był m.in. antyobniżkowy przekaz z NBP. Dzisiaj PLN wygląda najbardziej obiecująco wśród walut CEE, inwestorzy oczekują dużych cięć stóp w Czechach, forint ma swoje problemy a złoty jest wspierany przez nowe podejście RPP (skupienie na CPI, a nie PKB jak do niedawna) dodatkowo polska gospodarka ma lepsze perspektywy wzrostu niż czeska (problem z automotive) czy węgierska (słabe relacje z UE i niepewne dalsze środki w UE).
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób dotarcia przez €/PLN do ostatnich dołków w okolicach 4,30. Sytuacja na €/US\$ powinna być dla walut CEE neutralna, lub umiarkowanie pozytywna. Pod koniec tygodnia poznamy jednak inflację CPI z kraju, która jak się spodziewamy zaskoczy po niższej stronie. Naszym zdaniem dane wzmocnią oczekiwania na szybkie obniżki stóp NBP, wbrew aktualnej retoryce Rady. Wskazania naszego modelu sugerują też, że złoty jest bliski istotnego przewartościowania z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp NBP w 2024-25. Dlatego wyłamanie poniżej 4,30 raczej się nie uda bez wyraźnego wzrostu €/US\$.
- Wciąż widzimy mocne fundamenty stojące za złotym. Liczymy na napływ kapitału z zagranicy w formie funduszy z UE, inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Polska powinna także utrzymać nadwyżkę w bilansie obrotów. Uważamy też, że najprawdopodobniej RPP nie dokona żadnej obniżki w 2024, wbrew wycenom rynkowym. Dlatego spodziewamy się umocnienia PLN w kierunku 4,20-4,25/€ około połowy roku.

Rynek długu – wystromienie krzywej SPW przez krajową CPI.

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



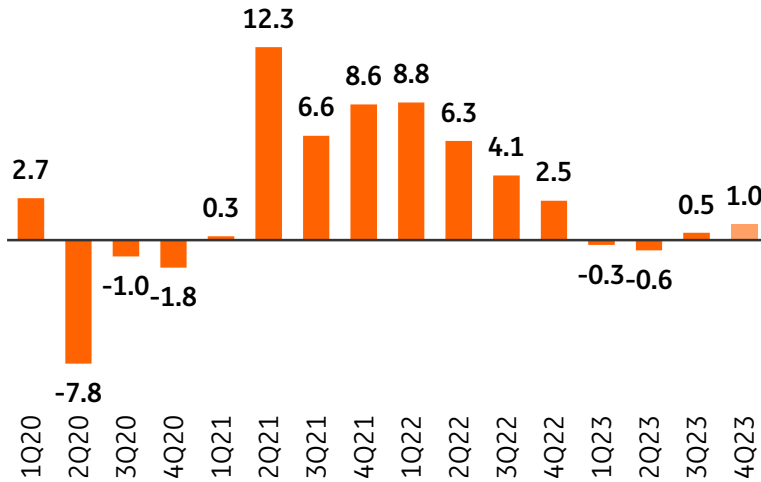
Asset swapy 10L w CEE od 2019



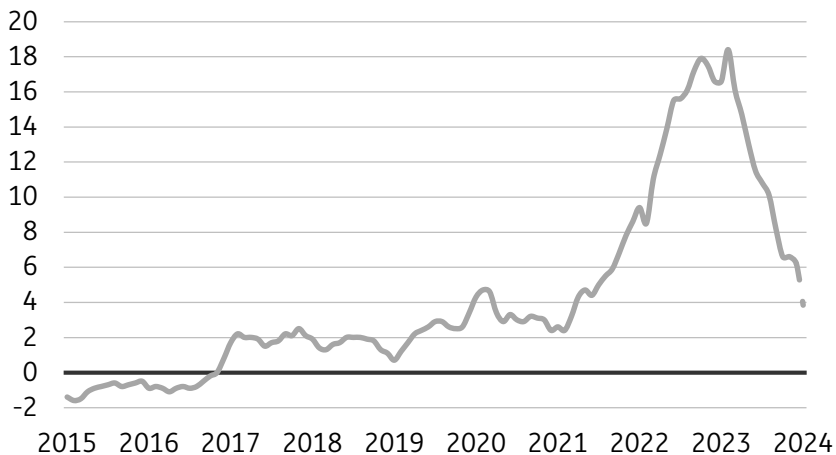
- W ubiegłym tygodniu na bazowych rynkach długu trwało odbicie rentowności, w większości segmentów o około 10pb. Zmiany SPW były mniejsze natomiast niż na rynkach bazowych. Dochodowości podniosły się o nie więcej niż 5pb. Inwestorzy po raz kolejny nie uwierzyli w zapowiedzi RPP, że na obniżki stóp trzeba będzie poczekać.
- Spodziewamy się, że publikowane w tym tygodniu dane z głównych gospodarek będą zbliżone do oczekiwań. Dlatego nie oczekujemy dużej zmiany percepcji kolejnych decyzji Fed, czy EBC przez rynek ani większych zmian rentowności na niemieckiej czy amerykańskiej krzywej. W horyzoncie dwóch-trzech tygodni widzimy stabilizację lub niewielkie wzrosty rentowności. Choć główne gospodarki pozostają w trendzie dezinflacji, przeciw spadkowi rentowności przemawia zaskakująco duża odporność gospodarki USA na podwyżki, co pokazały dane makro czy wyniki spółek z USA za 4kw23 w ostatnich tygodniu.
- W tym tygodniu spodziewamy się taktycznego wystromienia krajowej krzywej. Oczekujemy, że czwartkowe dane o CPI z Polski wesprą na chwilę rynek w przekonaniu, że Rada będzie musiała zmienić swoje nastawienie i wznowić cykl obniżek od marca. Wskazuje to na umiarkowane umocnienie krótkich SPW – na większy ruch się nie zanoszą gdyż obniżki stóp NBP są już w cenach. Z kolei sytuacja na rynkach bazowych powinna być bliska do neutralnej, co nie zapowiada dużych zmian krajowego długiego końca.
- Do posiedzenia w marcu pozostało już tylko kilka tygodni i nie zapowiada się aby Rada zmieniła zdanie i rozpoczęła wówczas obniżki. Dlatego bliżej posiedzenia oczekiwania na ścieżkę stóp NBP będą przesuwane dynamicznie, skutkując osłabieniem SPW, połączonym ze spłaszczeniem krzywej.

Ostrożny konsument i dalsza dezinflacja na początku 2024

PKB. %r/r

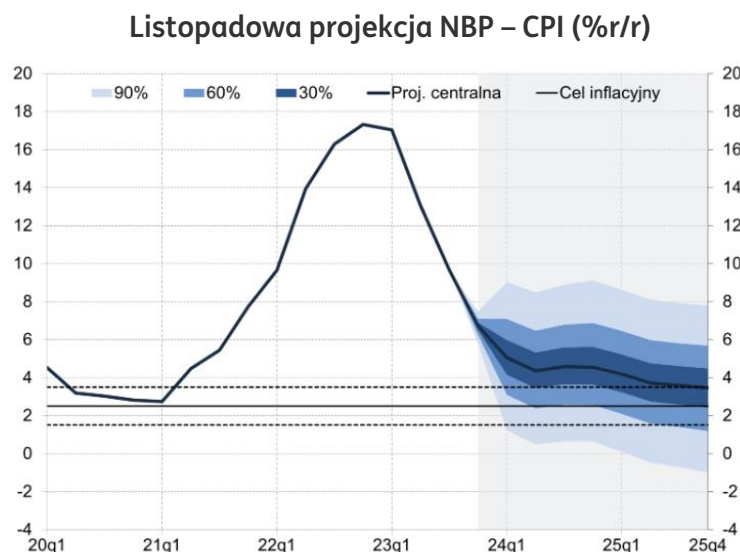
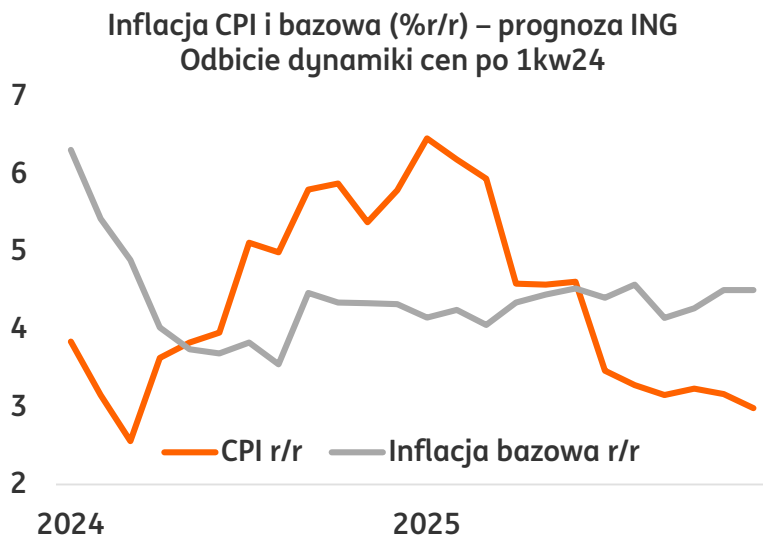


Inflacja CPI, %r/r



- W środę poznamy wstępny szacunek PKB za 4kw23. Niski wzrost w całym 2023 (0,2%) implikuje, że ożywienie koniunktury było kontynuowane w 4kw23, jednak w niższym od oczekiwań tempie (ok. 1%/r). Wprawdzie w środę nie poznamy danych o strukturze PKB w 4kw23 (ukazą się 29 lutego), jednak na bazie dostępnych danych szacujemy, że ożywienie konsumpcji zatrzymało się, a jej dynamika r/r była bliska zeru, po wzroście o 0,8%/r w 3kw23. Konsumenci pozostają ostrożni, a krańcowa stopa oszczędności istotnie wzrosła. Może być to związane z obawami wzrostu inflacji w 2pół24, zagrożeniem wojennym, niską skłonnością do inwestowania biznesu. Nadal jednak oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego 2024 do 3% na bazie odbudowy konsumpcji.
- Czwartek przyniesie publikację wstępnego szacunku inflacji CPI za styczeń. Szacujemy, że wzrost cen konsumpcyjnych wyhamował do 3,8%/r z 6,2%/r w grudniu. Dane za styczeń zostaną opublikowane w formule „flash”, bez cen żywności, energii i paliw. Wskaźnik będzie bazować na koszyku wag z 2023 i zostanie zrewidowany przy okazji publikacji danych za luty. Spodziewamy się, że ceny żywności nie zmieniły się w styczniu istotnie względem grudnia, nieznacznie wzrosły ceny energii, natomiast ceny paliw spadły. Spadek rocznego wskaźnika inflacji CPI to w dużym stopniu efekt wysokiej bazy ze stycznia 2023, kiedy przywrócono podstawowe stawki VAT na energię. Dezinflacja będzie kontynuowana w 1kw24, a w marcu główny wskaźnik inflacji może się znaleźć blisko celu NBP (2,5%, +/- 1 pkt. proc.).
- Krótkoterminowe tendencje dają podstawy do dyskusji o cięciach stóp, ale funkcja reakcji NBP/RPP zmieniła się o 180stopni, więcej na następnym slajdzie.

Do końca roku nie będzie większości za zmianą stóp NBP.



- Zgodnie z oczekiwaniami RPP utrzymała w lutym stopy procentowe. Komunikat i konferencja prezesa wskazują, że stopy pozostaną bez zmian do końca roku, a ewentualnie cięcie możliwe jest najwcześniej w 2025. Komunikat bardziej wyraziście niż przed miesiącem przedstawia przebieg inflacji w kształcie litery V. RPP przyjęła nastawienie jastrzębie, a do niedawna miała ultra łagodne, dzisiaj głównym celem jest spadek inflacji, do niedawna wspieranie PKB i inflacja.
- Na zaostrzenie tonu komunikatu wskazują m.in. zmiany: przed miesiącem RPP mówiła ogólnie o niepewności nt. inflacji w 2poł24, teraz iż "może istotnie wzrosnąć"; pojawiło się zdanie o ryzyku dla CPI ze strony podwyżek płac, w przeszłości nie było takich uwag; RPP w paragrafie nt. przyszłych decyzji wskazuje, że chce trwałego powrotu inflacji do celu. Rada powtórzyła także iż ryzykiem dla ścieżki inflacji w 2poł24 są (1) przywrócenie VAT na żywność i (2) podwyżki cen energii. Jednocześnie zwrócono uwagę na słabe wyniki gospodarki w 4kw23 i spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.
- Małe szanse na jakiegokolwiek obniżki stóp NBP w tym roku potwierdziła konferencja prof. Glapińskiego. Do niedawna prezes NBP mówił, że stopy realne blisko -3% zabijają gospodarkę. Dzisiaj zauważa, że trwa ich dalszy wzrost (a więc zacieśnienie polityki) ale działają tylko mroząco. Prezes nie widzi także miejsca na cięcie stop w 2poł24, nawet w warunkach luzowania przez inne banki centralne ponieważ NBP dzisiaj dopiero „dobija hydrę” inflacji i do końca roku będzie taka sytuacja. Po spadku w okolice celu NBP w marcu, w 2pol24 inflacja CPI wzrośnie w okolice 4-7%. W odpowiedzi na pytanie o możliwe QT prof. Glapiński stwierdził, że jest to bardzo mało prawdopodobne.

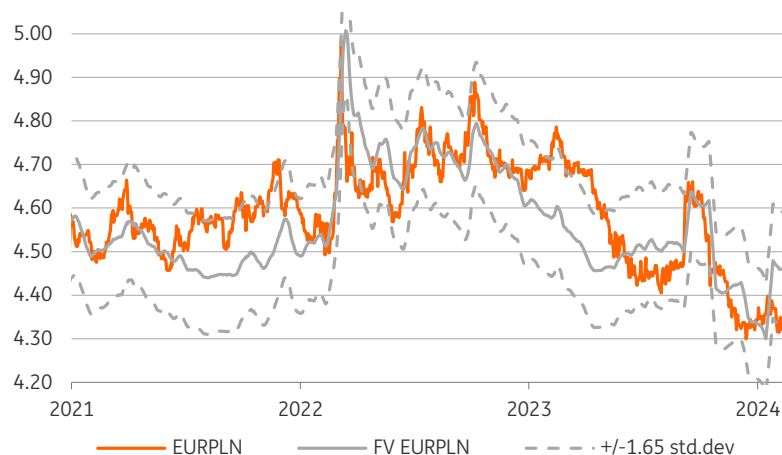
Prognozy walutowe.

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 na początku roku. Wynika to ze spadku oczekiwań na obniżki stóp przez główne banki centralne (przede wszystkim Fed), podczas gdy mimo relatywnie jastrzębiej retoryki RPP rynek wycenia wznowienie cyklu obniżek stóp NBP już w marcu. Wydaje się, że rynki walutowy i instrumentów dłużnych wyceniają odmienne scenariusze stóp w kraju. Obecne poziomy €/PLN wskazują na 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.