

# Tygodnik ING

Stopy EBC bez zmian, rynek wyczulony na ewentualne łagodzenie retoryki. RPP zapozna się z projekcją NBP.

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

4 marca 2024

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie



# W skrócie

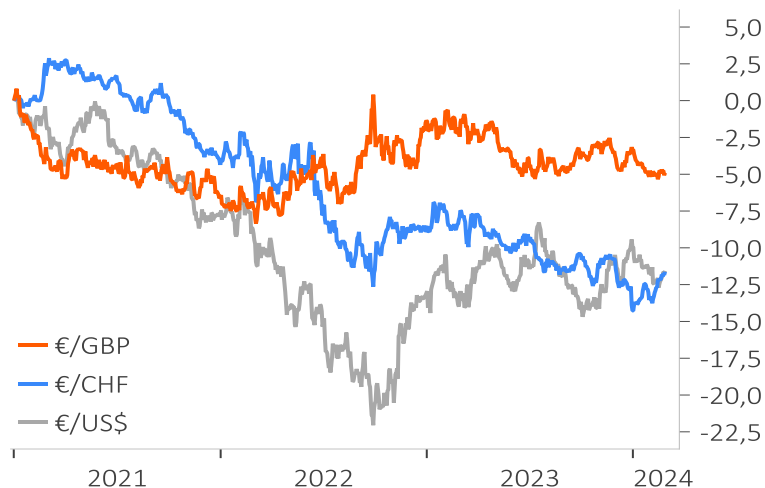
- Oczekujemy, że para €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym również w tym tygodniu. Z jednej strony dane z USA wciąż oddalają ryzyko recesji, co powinno służyć dolarowi, ale jednocześnie trwa umocnienie na wielu rynkach ryzykownych aktywów, co nie sprzyja na ogół umocnieniu dolara. W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób zejścia €/PLN poniżej 4,30. Oczekujemy, że RPP potwierdzi małe szanse na obniżki stóp w tym roku. Pozycje na zakup waluty poniżej 4,30 zostały już również prawdopodobnie pokryte w dużej mierze w poprzednią środę. Technicznie poziomy docelowe to około 4,27 w horyzoncie 2-3 tygodni.
- W tym tygodniu również dominują ryzyka umiarkowanego wzrostu rentowności na bazowych rynkach długu, szczególnie w USA. Liczymy raczej na udane usługowe ISM i payrolls, co wzmocni retorykę Fed o braku szybkich obniżek oraz debatę nt wyższego poziomu stóp docelowych niż pokazywane przez Fed 2,5%.
- W kraju poznamy decyzję RPP oraz marcową projekcję NBP. Zakładamy, że stopy pozostaną bez zmian, a na czwartkowej konferencji prezes utrzyma jastrzębią retorykę. W krótkim terminie trend dezinflacyjny pozostaje silny. Przebieg ścieżki inflacji w 2pół24 zależy od decyzji administracyjnych, ale to temat nadinterpretowany. Ze strony rządu płyną sygnały, że odmrożenie cen energii nie spowoduje ich skoku w 2pół24, dodatkowo ceny hurtowe energii i gazu redukują ryzyko dużego wzrostu CPI w 2025. Widzimy także inne czynniki poprawiające perspektywę inflacji w 2024: niższa bazowa w 4kw23-1kw24 niż zakładał NBP, bariera popytu która nasiliła konkurencję sieci handlowych, tani import. Zakładamy jednak, że w marcu prezes NBP powtórzy jastrzębie komentarze jak w lutym.

## Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 III	USA	16:00	ISM - usługi	II	52,5pkt.	53,0pkt.	53,4pkt.
6 III	Strefa euro	11:00	Sprzedaż detaliczna r/r	I	-0,8%	-	-0,8%
	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	II	200tys.	150tys.	107tys.
		20:00	Beżowa księga Fed				
	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
7 III	Niemcy	8:00	Zamówienia przemysłowe m/m	I	-4,0%	-6,5%	8,9%
	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
8 III	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	I	1,0%	0,6%	-1,6%
	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	II	200tys.	180tys.	353tys.
			Wynagrodzenia m/m	II	0,2%	0,2%	0,6%

# Rynki walutowe – na razie przerwa w osłabieniu dolara.

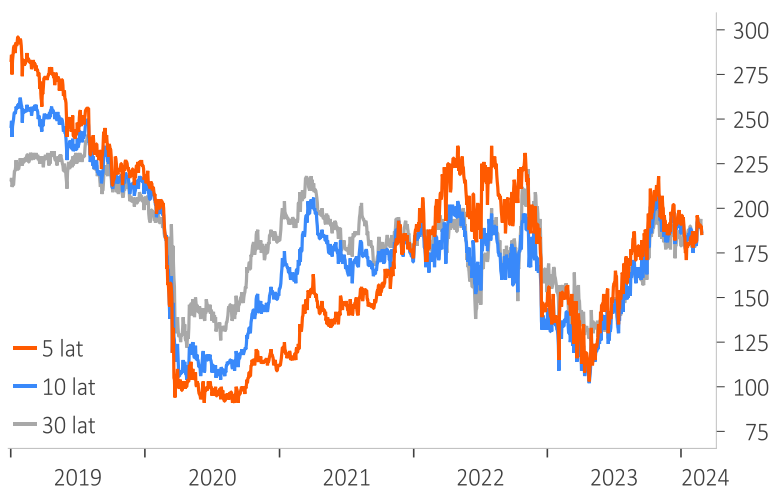
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

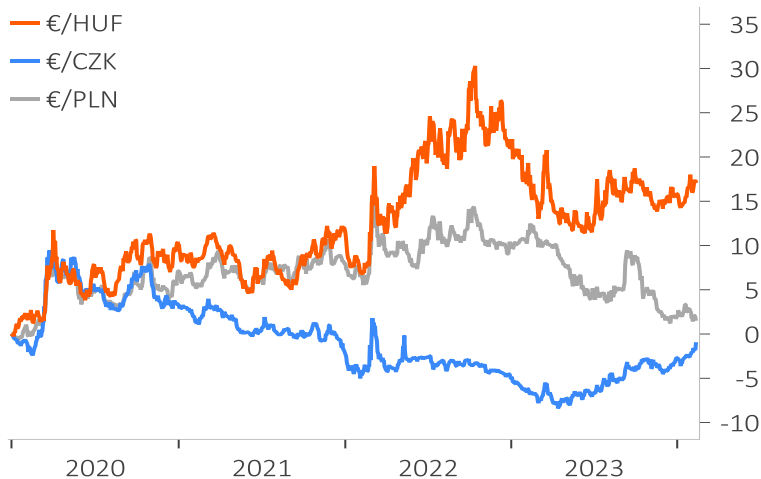
- Od około 2 tygodni para €/US\$ utrzymuje się w trendzie bocznym. Ostatnie dane z USA nie były na tyle różne od oczekiwań żeby miało dojść do korekty. Sam poziom €/US\$ jest dość wysoki, co m.in. wiąże się z dużym popytem na aktywa ryzykowne np. kryptowaluty.
- Oczekujemy, że para €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym również w tym tygodniu. Liczymy na solidne dane z USA (m.in. payrolls), ale nie na tyle aby miało dojść do istotnej korekty. Nastroje na rynkach (np. akcji, kryptowalut) pozostają też dobre co nie sprzyja na ogół umocnieniu dolara.
- W 2pół24 spodziewamy się pewnego odbicia eurodolara, chociaż ruch ponad 1,10 może się nie udać. Wciąż głównym argumentem za osłabieniem dolara są oczekiwania, że łączna skala luzowania Fed będzie większa niż EBC. Dodatkowym ryzykiem pozostaje sytuacja w amerykańskim sektorze bankowym.
- Jednak wolniejszy od oczekiwań spadek inflacji i relatywnie duża odporność amerykańskiej gospodarki na wysokie stopy sugerują, że Fed może rozpocząć obniżki stóp później i w mniejszej skali. Trwa debata nt poziomu docelowych stóp w USA i konsensus zakłada, że nie będą one tak niskie jak 2,5% które ma Fed w dotplot, co także ograniczy osłabienie dolara które normalnie ma miejsce po rozpoczęciu cyklu luzowania w USA.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

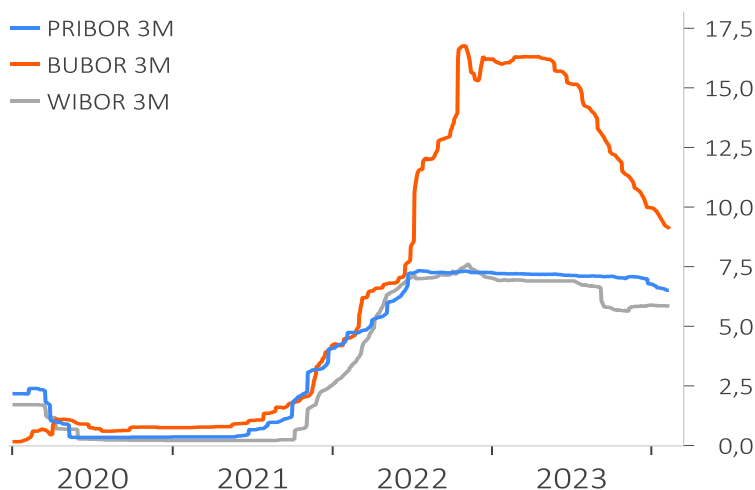


# Rynki walutowe – €/PLN wkrótce znów poniżej 4,30.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

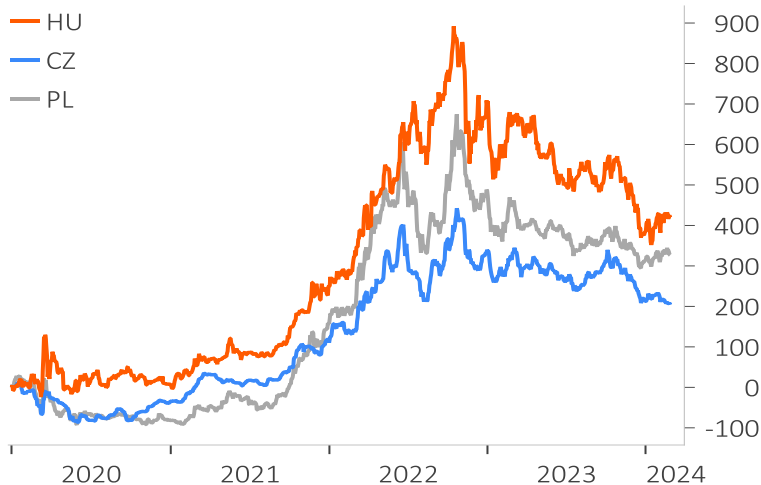


## €/PLN:

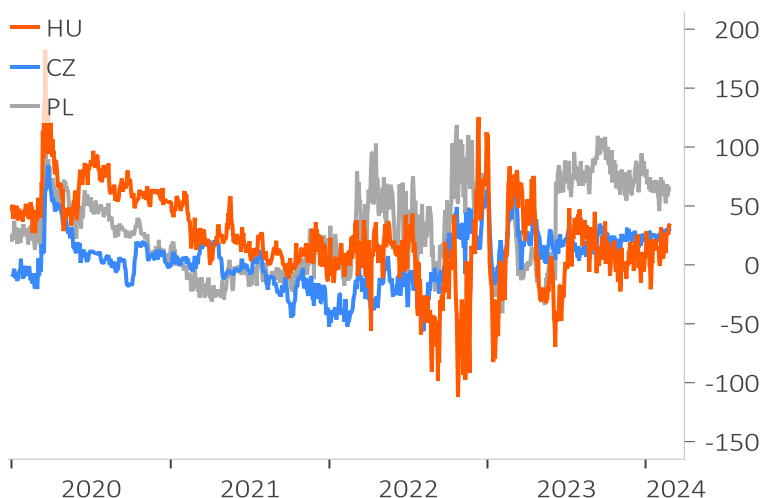
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN podjął próbę wyłamania poniżej 4,30, co udało się tylko tymczasowo. Ostatnie dwa dni para €/PLN utrzymuje się przy 4,32, a zmienność spadła.
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób zejścia €/PLN poniżej 4,30. Oczekujemy, że RPP potwierdzi małe szanse na obniżki stóp w tym roku. Pozycje na zakup waluty poniżej 4,30 zostały już również prawdopodobnie pokryte w dużej mierze w poprzednią środę. Technicznie poziomy docelowe to około 4,27 w horyzoncie 2-3 tygodni.
- Nadal również spodziewamy się umocnienia PLN do około 4,20-4,25/€ w połowie roku. Złotego powinien wspierać napływ kapitału na polski rynek długu i akcji oraz liczne czynniki fundamentalne, jak nadwyżka w bilansie obrotów bieżących, co w połączeniu z napływem środków z UE oznacza naturalny popyt na złotego. Uważamy również, że w dalszej części roku rynek będzie musiał dalej ograniczyć oczekiwania na obniżki stóp w kraju. Ew. wygrana Trumpa w wyborach prezydenckich w USA to jednak naszym zdaniem duże ryzyko dla złotego w 2poł24.
- Nasz model EUR/PLN (porównujący złotego do innych zmiennych rynkowych) pokazuje, że PLN jest bliski skrajnego przewartościowania. Wydaje się jednak, że wynika to z rozdziewięku między poglądami rynków FX i FI na stopy NBP. Zgadzamy się z poglądem FX, że luzowanie polityki pieniężnej NBP w ciągu najbliższych dwóch lat będzie zdecydowanie mniej agresywne niż to, co wyceniają swapy. Jesteśmy mniejszymi optymistami w sprawie złotego w 3-4Q24 roku. Rosnące szanse wygranej Trumpa to negatywny sygnał dla całego regionu w tym złotego.

# Rynek długu – Spłaszczenie krzywej po RPP.

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

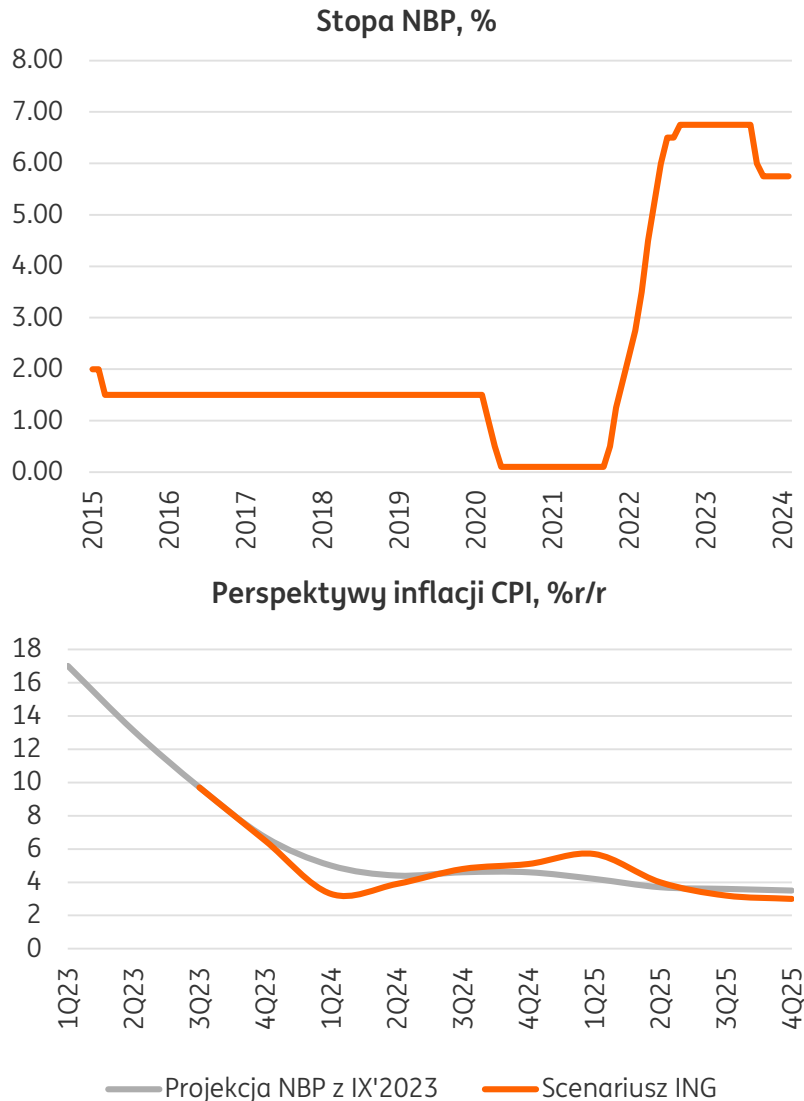


## Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Na bazowych rynkach długu pod koniec ubiegłego tygodnia doszło do umocnienia. O ile na niemieckim rynku zmiany były niewielkie (mniejsze niż 5pb) to w USA rentowności na przełomie tygodnia spadły ponad 10pb na krótkim końcu. W ślad za tym zyskały także długie SPW (około 7pb), na krótkim końcu bez dużych zmian.
- W tym tygodniu również dominują ryzyka umiarkowanego wzrostu rentowności na bazowych rynkach długu, szczególnie w USA. Liczymy raczej na udane usługowe ISM i payrolls, co wzmocni retorykę Fed o braku szybkich obniżek oraz debatę nt wyższego poziomu stóp docelowych.
- Komunikacja po posiedzeniu Rady w środę i konferencja Prezesa Glapińskiego powinny gasić oczekiwania na szybkie obniżki stóp. Dlatego w przyszłym tygodniu liczymy na wzrosty rentowności na krótkim końcu krajowej krzywej.
- Na długim końcu spodziewamy się przede wszystkim zawężenia asset swapów. Ostatnie aukcje MF wypadają generalnie mocno, choć w różnej skali przekłada się to następnie na rynek wtórny. Mimo rekordowych potrzeb pożyczkowych, MF komfortowo się finansuje dzięki wysokim krajowym oszczędnościom, a dodatkowo może skorzystać m.in. ze środków z UE i emisji zagranicznych, aby znacząco ograniczyć emisje SPW w tym roku. Te trendy powinny dominować w dalszej części tego półrocza.

# Stopy NBP bez zmian i marcowa projekcja NBP.



- W środę Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawi w naszej ocenie stopy Narodowego Banku Polskiego (NBP) bez zmian (główna nadal 5,75%). W komunikacie po posiedzeniu poznamy także główne zmienne (PKB, CPI) z marcowej projekcji ekspertów banku centralnego.
- Jest kilka argumentów, które wskazują na nieco lepsze perspektywy CPI w krótkim terminie. Inflacja bazowa w 4kw23 i 1kw24 była niższa od oczekiwań NBP. Na rynku hurtowym prądu oraz gazu notujemy spadki cen poniżej cen taryfowych. Oddala to ryzyka wzrostu CPI aż 4pp, o których mówił prezes Glapiński. Spodziewamy się, że ekonomiści NBP przygotowali kilka scenariuszy przebiegu ścieżki inflacji w zależności od przyjętych założeń w kwestii cen prądu i gazu. Kolejny czynnik zmniejszający ryzyka inflacyjne to presja taniego importu, a także bariera popytu które zaostrzyły rywalizację dużych sieci spożywczych oraz także spowodowały m.in. cięcia cen mebli. Wciąż istnieją zagrożenia inflacyjne w średnim terminie, w tym w obszarze cen usług, co ma związek z wysokim wzrostem płac.
- Spodziewamy się, że do czasu wyklarowania się propozycji rządu w sprawie działań ochronnych na rynku energii, RPP będzie skłaniała się w kierunku stabilizacji stóp procentowych i zapewne takie stanowisko przedstawi prezes NBP A. Glapiński na czwartkowej konferencji prasowej. Już na lutowej konferencji prasowej retoryka prezesa była bardziej jastrzębia i uważamy, że taka zostanie także w marcu.
- Wszystkie powyższe czynniki poprawiające krótkoterminowe perspektywy inflacyjne wskazują, iż nie można wykluczyć, że Rada może rozważyć ewentualne pojedyncze cięcia stóp procentowych w 2poł24. Nasz scenariusz bazowy na chwilę obecną zakłada, że stopy procentowe pozostaną bez zmian.

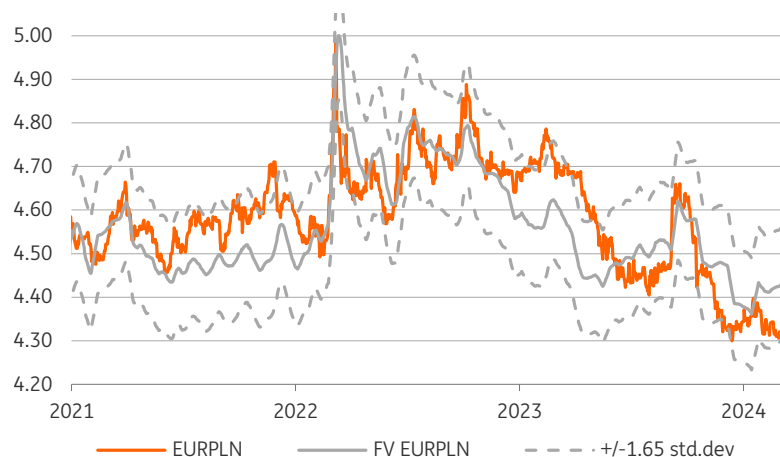
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
US\$/PLN	3.98	3.93	3.88	3.84	3.83	3.82	3.81	3.79	3.76	3.74	3.74	3.74
€/PLN	4.30	4.27	4.25	4.22	4.24	4.25	4.27	4.28	4.29	4.30	4.30	4.31
CHF/PLN	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.52
GBP/PLN	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.84	5.59

## 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 walutowe 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](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.