


Tygodnik ING

Stopy NBP bez zmian. W tym tygodniu CPI z USA i decyzja EBC.

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

8 kwietnia 2024

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



W skrócie

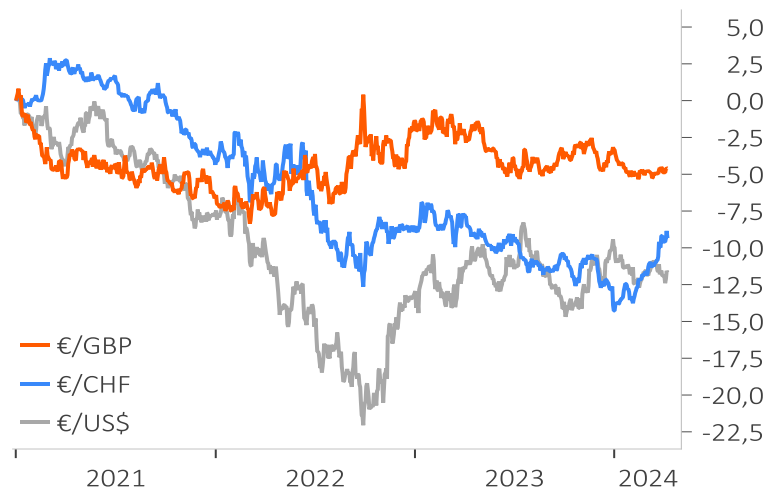
- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) bez zmian (główna nadal 5,75%). Komunikat po posiedzeniu Rady nie przyniósł większych zmian, chociaż RPP nieco optymistyczniej oceniła koniunkturę w 1kw24. Comiesięczna konferencja prasowa prezesa A. Glapińskiego była ponownie utrzymana w jastrzębim tonie. NBP widzi obecnie szereg czynników proinflacyjnych, w tym podwyżkę VAT na żywność, wycofanie tarczy energetycznej, wysoki wzrost płac, pojawienie się nowych świadczeń społecznych, poprawę koniunktury, napięcia geopolityczne i potencjalny wzrost cen surowców. Spodziewamy się, że do końca 2024 stopy NBP pozostaną bez zmian, a w 2025 pojawi się przestrzeń do obniżek o 75-100pb.
- W tym tygodniu na uwagę inwestorów przykują środowe dane o inflacji CPI w USA za marzec. Konsensus zakłada odbicie ogólnego wskaźnika CPI do 3,4%/r/r z 3,2% w marcu, przy niewielkim spadku inflacji bazowej do 3,7%/r/r w marcu z 3,8% miesiąc wcześniej. Spodziewamy się, że miesięczny wzrost inflacji bazowej spowolnił do 0,3%/m/m w marcu z 0,4% w lutym. W tym tygodniu głos zabiorą przedstawiciele Fed, którzy – w obliczu imponującego raportu payrolls i podwyższonej inflacji – będą raczej studzić oczekiwania na szybkie obniżki stóp Fed.
- Już w tym tygodniu decyzję o stopach procentowych podejmie EBC, ale prawdopodobieństwo obniżki jest wyceniane poniżej 10%, podczas gdy w czerwcu na prawie 90%. Kluczowa dla rynków będzie komunikacja Prezes EBC C. Lagarde.
- W najbliższych dniach spodziewamy się dalszego wzrostu €/US\$. Dolar nie był w stanie umocnić się mimo udanych payrolls, co powinno zachęcać do zajmowanie krótkoterminowych pozycji na jego dalsze osłabienie. €/PLN dotarł do okolic 4,28 szybciej niż zakładaliśmy. Widzimy szanse, że para pogłębi tegoroczne dołki już w tym tygodniu, choć techniczne wskaźniki nie sugerują dużego ruchu (nie dalej jak 4,26-27 w najbliższych dniach). RPP utrzymała antyobniżkowe nastawienie, a rynek liczy na napływy środków z UE w tym miesiącu i na to, że przynajmniej częściowo będą wymienione poza NBP. Dokłada się do tego raczej słabszy dolar.

Kalendarz makroekonomiczny

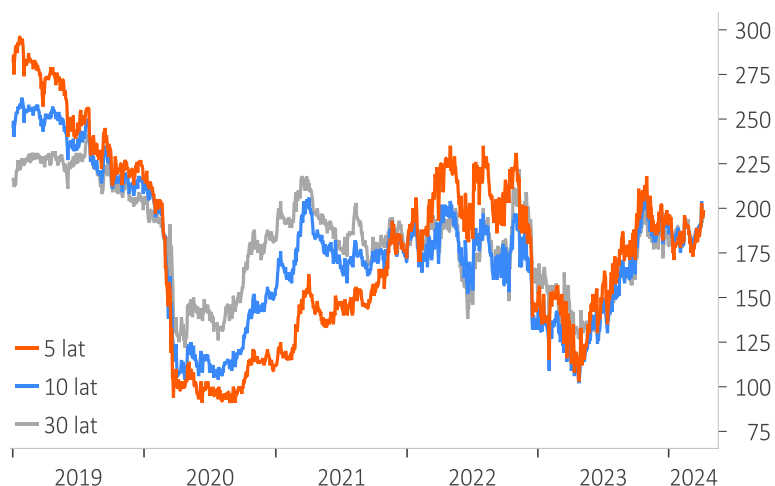
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 IV	USA	14:30	CPI r/r	III	3,5%	3,5%	3,2%
			Inflacja bazowa r/r	III	3,7%	3,7%	3,8%
11 IV	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
	USA			14:30	PPI m/m	III	0,4%
12 IV	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	II	€797mln	€780mln	€1179mln
	USA		16:00	Nastroje gosp. domowych	IV	80,0pkt.	80,0pkt.

Rynki walutowe – lekki wzrost €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

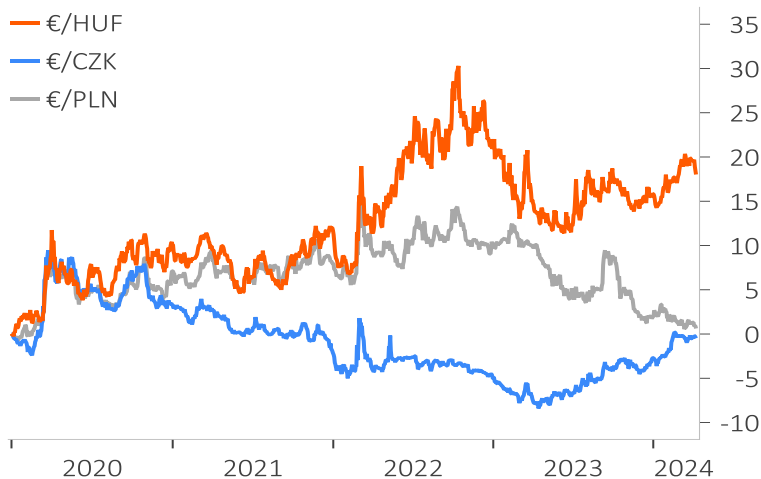


€/US\$:

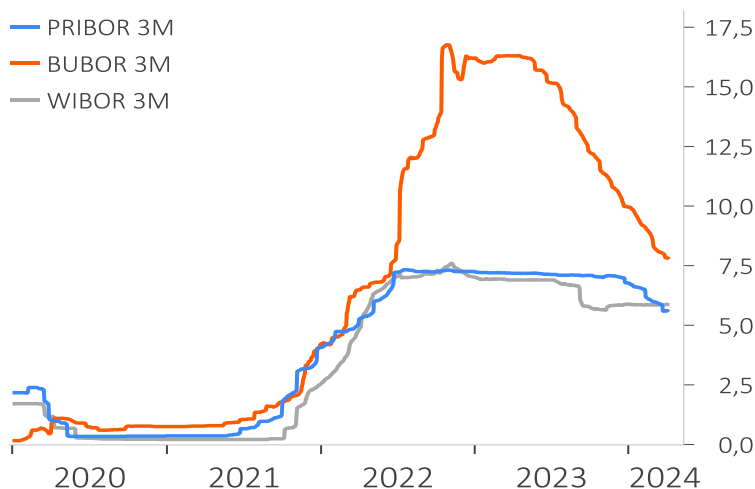
- Ubiegły tydzień przyniósł odreagowanie po spadku kursu €/US\$ z końca marca. Wzrost €/US\$ przyspieszył m.in. po słabszym od oczekiwań wyniku usługowego ISM. Udane payrolls z piątku tylko na chwilę wzmocniły dolara. Para dziś rano waha się przy 1,0840.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego wzrostu €/US\$. Dolar nie był w stanie umocnić się mimo udanych payrolls, co powinno zachęcać do zajmowanie krótkoterminowych pozycji na jego dalsze osłabienie. Techniczne wskaźniki sugerują miejsce na pewien wzrost pary, ale nie dalej jak do 1,10. Rynek prawdopodobnie będzie bardzo wrażliwy na dane o amerykańskiej inflacji CPI (środa). Nie spodziewamy się zaskoczeń, ale każde odchylenie od konsensusu będzie kluczowe, gdyż rynek ciągle nie jest przekonany czy Fed rozpocznie obniżki w czerwcu.
- Uważamy, że w 2kw24 €/US\$ utrzyma się blisko 1,10, ale większe wybicie ponad ten poziom będzie trudne. Preferowana przez Fed miara inflacji bazowej jest bardzo bliska bazowej HICP, a stopy w USA o 100pb wyższe niż w strefie euro. Dlatego rynek powinien nadal zakładać, że cykl obniżek stóp w USA będzie mocniejszy niż EBC, a to historycznie zwykle kończyło się wzrostem €/US\$. Ten scenariusz jest jednak w dużej mierze wyceniony, a Fed może nie zdecydować się na obniżkę już w czerwcu.
- Dużym ryzykiem dla naszego scenariusza są wybory prezydenckie w USA. Ew. wygrana D.Trumpa może okazać się wsparciem dla dolara jeżeli np. znów wprowadzi ulgi podatkowe dla kapitału powracającego do USA.

Rynki walutowe – €/PLN powinien pogłębić spadek.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

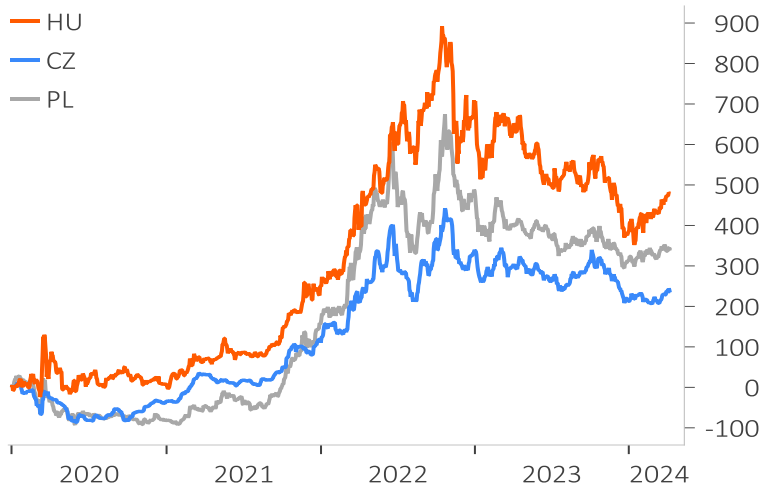


€/PLN:

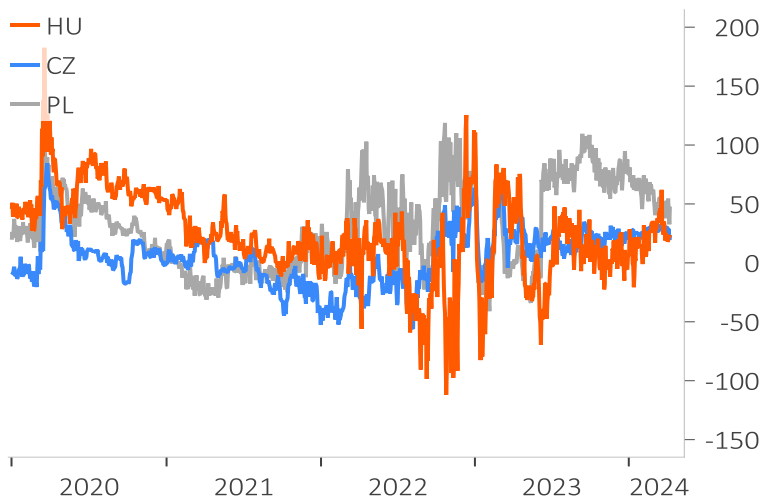
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN zdołał wyłamać się poniżej 4,29 po serii prób. Złotemu pomógł zarówno antyobniżkowy przekaz z RPP, jak i słabszy dolar.
- €/PLN dotarł do okolic 4,28 szybciej niż zakładaliśmy. Widzimy szanse, że para pogłębi tegoroczne dołki już w tym tygodniu, choć techniczne wskaźniki nie sugerują dużego ruchu (nie dalej jak 4,26-27 w najbliższych dniach). RPP utrzymała antyobniżkowe nastawienie, a rynek liczy na napływy środków z UE w tym miesiącu i na to, że przynajmniej częściowo będą wymienione poza NBP. Dokłada się do tego raczej słabszy dolar.
- W 2kw24 oczekujemy spadku €/PLN do około 4,20. Fundamenty złotego pozostają mocne. Polska utrzymuje nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, a wkrótce napłynie pierwsza duża transza środków z KPO. Rynek wciąż liczy na obniżkę stóp NBP w 2024 (choć już niewielką) i być może będzie musiał zrewidować swoje oczekiwania w najbliższych miesiącach. Ryzykiem dla złotego w 2poł24 pozostaje wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa D. Trumpe w wyborach prezydenckich w USA, co może negatywnie wpłynąć na postrzeganie ryzyka dla CEE.
- Nasz model €/PLN (porównujący złotego do innych zmiennych rynkowych) pokazuje, że PLN jest bliski skrajnego przewartościowania. Wydaje się jednak, że wynika to z rozdzwienku między poglądami rynków FX i FI na stopy NBP. Zgadza się z poglądem FX, że luzowanie polityki pieniężnej NBP w ciągu najbliższych dwóch lat będzie mniej agresywne niż to, co wyceniają swapy. Jesteśmy mniejszymi optymistami ws. pozycji złotego w 3-4Q24.

Rynek długu – Stopniowe zawężenie asset swapów dla SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



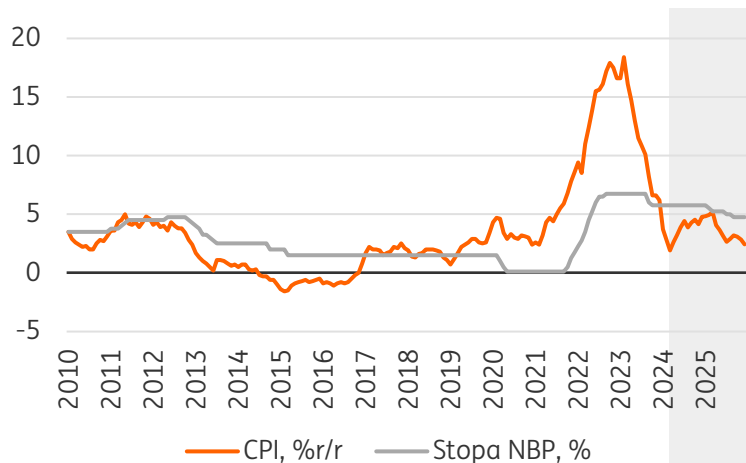
- Na rynkach bazowych w ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy wzrosty rentowności. Amerykańska krzywa podniosła się o około 20pb (nieco więcej na długim końcu), Bund o połowę tego, a niemiecka 2latka o około 5pb. Tu również odpowiadały za to m.in. udane wyniki amerykańskiego rynku pracy. W ślad za ruchem na rynkach bazowych osłabiły się także SPW, 10latki o około 10pb, 2latki tylko 3pb. Posiedzenie RPP nie przyniosło niespodzianek i miało minimalny wpływ na SPW.
- W tym tygodniu spodziewamy się prób wyłamania rentowności amerykańskiej 10latki ponad 4,5%. Powodzenie tego ruchu będzie jednak prawdopodobnie zależec od środowych danych o CPI z USA. Nasz bazowy scenariusz zakłada wynik zgodny z oczekiwaniami, co nie zapowiada trwałego złamania ww. poziomu. EBC powinien natomiast przygotowywać rynki na obniżkę stóp w czerwcu, czego inwestorzy już się spodziewają. Dlatego na niemieckiej krzywej nie liczymy w tym tygodniu na duże zmiany.
- Długie SPW powinny śledzić zachowanie rynków bazowych, co sugeruje przejście rentowności w trend boczny w tym tygodniu. Retoryka RPP nie zapowiada szybkich zmian stóp, więc stabilne powinny być również krótkie SPW. Powinno jednak dochodzić do stopniowego zawężenia asset swapów. Perspektywa napływów funduszy z UE w tym miesiącu powinna zachęcać inwestorów do zakupu papierów.

NBP pozostaje ostrożny w obawie wzrostu inflacji w 2poł24

Realna stopa NBP (ex post), %



Prognozowana inflacja (ING) i stopa NBP



- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe bez zmian (główna nadal 5,75%). Komunikat po posiedzeniu Rady nie przyniósł większych zmian, chociaż RPP nieco optymistyczniej oceniła koniunkturę w 1kw24.
- Comiesięczna konferencja prasowa prezesa A. Glapińskiego była ponownie utrzymana w jastrzębim tonie. Prezes NBP wyraził satysfakcję ze spadku inflacji w okolice celu w lutym i marcu, ale podkreślał, że w 2poł24 inflacja będzie rosta. Wśród głównych zagrożeń wskazywał przywrócenie VAT na żywność oraz odmrożenie cen energii dla gospodarstw domowych. Prof. Glapiński stwierdził, że kwestia obniżek stóp procentowych nie jest obecnie przedmiotem dyskusji RPP.
- NBP widzi obecnie szereg czynników proinflacyjnych, w tym podwyżkę VAT na żywność, wycofanie tarczy energetycznej, wysoki wzrost płac, pojawienie się nowych świadczeń społecznych, poprawę koniunktury, napięcia geopolityczne i potencjalny wzrost cen surowców. W szczególności prezes NBP mocno podkreślał zaniepokojenie wysokim wzrostem płac.
- W ocenie NBP ryzyka wzrostu inflacji są głównym powodem dla utrzymywania stóp procentowych na relatywnie wysokim poziomie. W naszej ocenie głównym zagrożeniem nie jest kwestia cen energii (ceny są regulowane poza kontrolą polityki pieniężnej), a uporczywie wysoka inflacja bazowa, na którą polityka NBP ma potencjalnie większy wpływ.
- Spodziewamy się, że do końca 2024 stopy NBP pozostaną bez zmian, a w 2025 pojawi się przestrzeń do obniżek o 75-100pb.

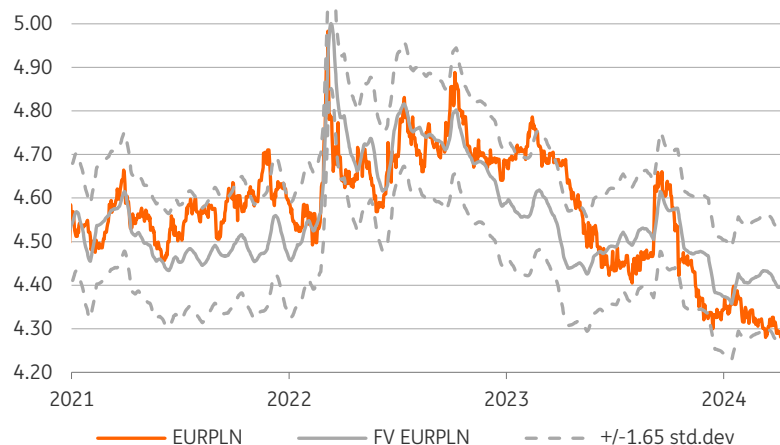
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
US\$/PLN	3.86	3.82	3.80	3.78	3.77	3.75	3.74	3.73	3.73	3.74	3.75	3.75
€/PLN	4.23	4.20	4.21	4.21	4.22	4.23	4.24	4.25	4.26	4.26	4.27	4.27
CHF/PLN	4.49	4.45	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.47	4.46	4.45	4.44	4.42
GBP/PLN	4.93	4.89	4.89	4.90	4.90	4.90	4.91	4.83	4.83	4.83	4.82	4.82

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 pokazują, że złoty pozostaje blisko skrajnego przewartościowania. Uważamy jednak, że jest to spowodowane utrzymaniem się oczekiwań na obniżkę stóp NBP jeszcze w tym roku i dość agresywnych kolejnych w 2025. Rynek prawdopodobnie liczy też na to, że przynajmniej część środków unijnych zostanie wymieniona na rynku, wzmacniając popyt na 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 odbiorcy. 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 informacje zawarte w treści publikacji były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. ING nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty bezpośrednie, pośrednie lub wtórne powstałe w wyniku korzystania z tej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje w różnych jurysdykcjach.
- Publikacja oraz zawarte w niej informacje objęte są prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę, w jakimkolwiek celu, bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego S.A. Nie dotyczy to przypadków posługiwania się publikacją z powołaniem na jej źródła. Wszystkie prawa zastrzeżone. Nadzór nad działalnością ING Banku Śląskiego S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa).