

# Tygodnik ING

Kolejna podwyżka stóp NBP w styczniu. Stopniowe umocnienie złotego w 2022.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek

3 stycznia 2022



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



## W skrócie.

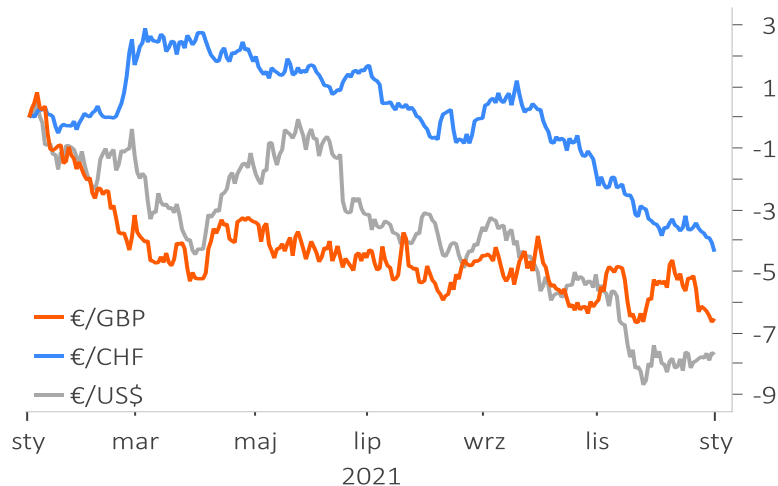
- W tym tygodniu poznamy szereg danych z USA. Mimo szalejącej pandemii, oczekiwane jest utrzymanie solidnej koniunktury w gospodarce USA, zarówno w przemyśle i usługach, choć słabsze niż przed miesiącem. Z jednej strony obserwujemy skokowe nasilenie pandemii. Z drugiej, możliwe, że po złagodzeniu restrykcji sanitarnych w Azji we wrześniu / październiku nadal rozkładowują się zastoje w łańcuchach dostaw.
- Ankietowani ekonomiści oczekują natomiast zdecydowanie większego wzrostu miejsc pracy w grudniu, po słabym listopadzie -. Popyt na pracę w USA pozostaje silny, problemem jest jednak strukturalne niedopasowanie zasobu pracy do potrzeb po pandemii. Relatywnie niska pozostaje też aktywność zawodowa, szczególnie wśród osób młodszych. Solidny popyt na pracę wskazuje na utrzymanie solidnej jak na USA dynamiki płac oraz spadek stopy bezrobocia.
- Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia z kraju jest posiedzenie RPP. Stawki rynku pieniężnego wyceniają kolejne 50pb podwyżki, my również spodziewamy się takiej decyzji. Solidny wynik krajowego PMI za grudzień powinien jednak wspierać oczekiwania na wyższą ścieżkę stóp w kraju niż obecnie wycenia to rynek. Sugeruje to dalszy spadek €/PLN, raczej nie dalej jak do okolic 4,55.

### Kalendarz makroekonomiczny

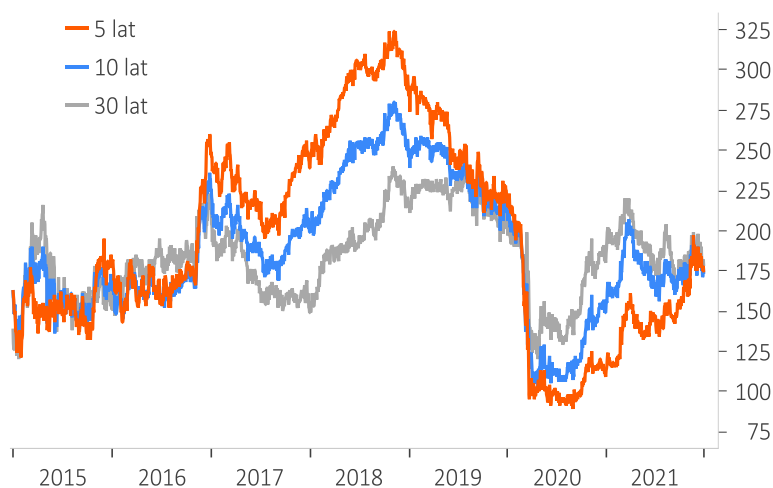
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
4 I	Polska		<b>Decyzja RPP</b>		<b>+50pb</b>	<b>+50pb</b>	<b>+50pb</b>
			Spotkanie OPEC				
	USA	16:00	Koniunktura w przetwórstwie (ISM)	XII	-	60,2pkt.	61,1pkt.
5 I	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	XII	-	413tys.	534tys.
		20:00	Minutes FOMC				
6 I	USA	16:00	Koniunktura w usługach (ISM)	XII	-	66,8pkt.	69,1pkt.
7 I	Strefa euro	11:00	HICP r/r	XII	-	4,7%	4,9%
			Inflacja bazowa r/r	XII	-	2,5%	2,6%
		<b>14:30</b>	<b>Zatr. poza rolnictwem (payrolls)</b>	<b>XII</b>	<b>-</b>	<b>400tys.</b>	<b>210tys.</b>
			Wynagrodzenia m/m	XII	-	0,4%	0,3%
			Stopa bezrobocia	XII	-	4,1%	4,2%

# Rynki walutowe – Stopniowe umocnienie dolara w 2022.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

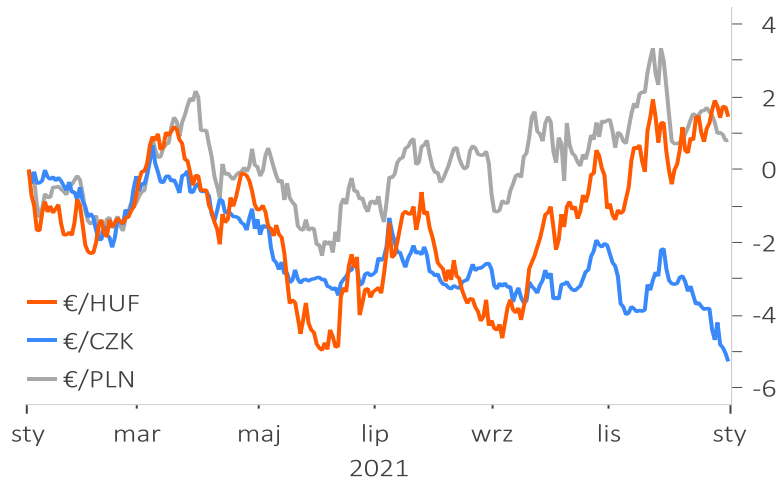


## €/US\$:

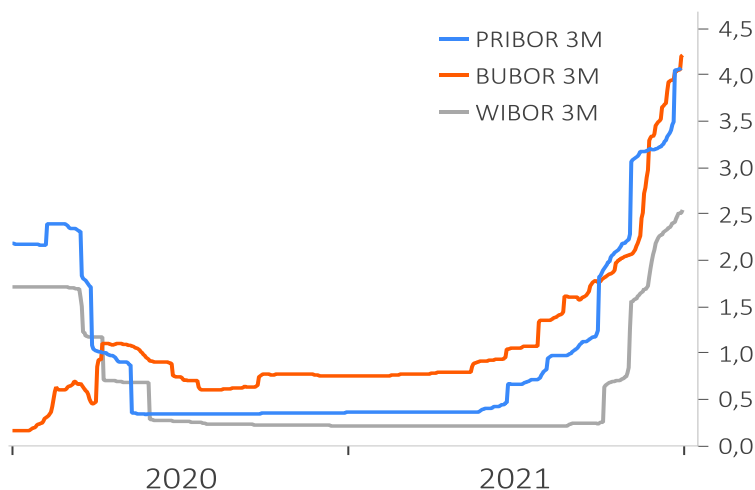
- W końcu ubiegłego roku obserwowaliśmy stabilizację €/US\$, ponad 1,13. Niższa aktywność na rynku jest typowa w okresie świątecznym. W ubiegłym roku dołożyła się do tego niepewność co do konsekwencji gospodarczych wariantu omikron, m.in. w kontekście podwyżek stóp Fed. Wielu inwestorów sceptycznie odnosi się do deklaracji i projekcji FOMC, sugerujących 2-3 podwyżki stóp w tym roku, biorąc pod uwagę ryzyko związane z pandemią.
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji €/US\$ powyżej 1,13. Solidne dane z USA (np. payrolls, potencjalnie ISM) powinny wspierać oczekiwania na relatywnie szybkie podwyżki stóp Fed. Widoczna jednak pod koniec ubiegłego roku koniunktura na rynkach akcji może utrzymać się także na początku tego roku, co dla dolara jest na ogół niekorzystne. Udane wyniki PMI np. z Polski powinny też budować optymizm co do perspektyw gospodarczych strefy euro na przełomie roku, mimo ryzyka związanego z wariantem omikron.
- W dalszej części roku spodziewamy się natomiast spadku €/US\$ nawet do 1,10. Kolejny impuls fiskalny w USA, relatywnie wysoki wzrost plac itp. sugerują, że Fed w tym roku dokona co najmniej 2 podwyżek stóp. Nie podzielamy tu sceptycyzmu części rynku. Naszym zdaniem Fed słusznie zakłada, że ew. kolejne fale pandemii będą mieć przede wszystkim wpływ na utrzymanie podwyższonej inflacji, a mniejszy na koniunkturę. Na analogiczną reakcję EBC trzeba będzie poczekać co najmniej do 2023. Europa wchodzi w 2022 ze słabszym rynkiem pracy. Może też być mocniej dotknięta przez ew. kolejne obostrzenia sanitarne w Azji.

# Rynki walutowe – a.

## Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



## Stopy procentowe – porównanie CEE

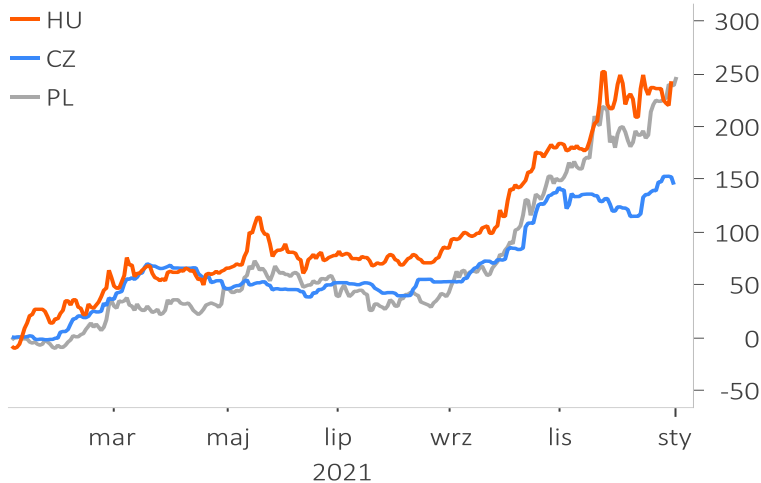


## €/PLN:

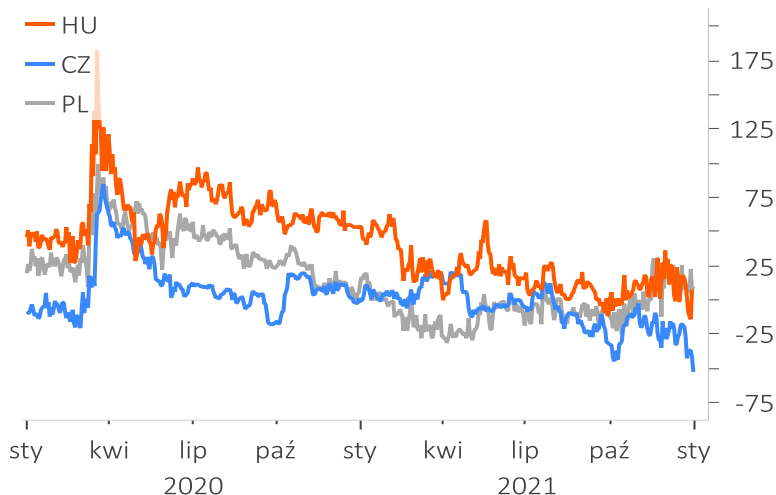
- Pod koniec roku obserwowaliśmy stopniowe umocnienie złotego, kurs €/PLN zakończył 2021 w okolicach 4,59, podczas gdy w listopadzie para przekroczyła 4,70. Krajowej walucie pomógł przede wszystkim wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w kraju. Od decyzji URE o dużych wzrostach cen np. gazu krajowe banki silnie podniosły oczekiwaną ścieżkę stóp NBP. To nie wypełni znalazło swoje odbicie w stawkach rynku pieniężnego, ale w połączeniu z wyhamowaniem umocnienia dolara, wystarczyło do wsparcia PLN.
- Kluczowym wydarzeniem tego tygodnia z kraju jest posiedzenie RPP. Stawki rynku pieniężnego wyceniają kolejne 50pb podwyżki, my również spodziewamy się takiej decyzji. Solidny wynik krajowego PMI powinien jednak wspierać oczekiwania na wyższą ścieżkę stóp w kraju niż obecnie wycenia to rynek. Sugeruje to dalszy spadek €/PLN, raczej nie dalej jak do okolic 4,55.
- Kurs €/PLN powinien też utrzymać się ponad 4,50 w najbliższych tygodniach, nawet przez całą 1pół22. Przestrzeń do aprecjacji PLN hamują obawy o dalszą eskalację konfliktu z KE czy niepewność co do przebiegu pandemii.
- W dalszej części roku oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego, do około 4,45 na koniec roku. W naszej ocenie stawki rynku pieniężnego w PLN mają jeszcze miejsce na wzrost. Z kolei w euro oczekiwania na podwyżki stóp powinny pozostać odsunięte w czasie. Wg naszych szacunków powinno to wspierać złotego mimo pogorszenia bilansu handlowego Polski w ostatnich miesiącach.

# Rynek długu – Dalsze osłabienie SPW.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2020



Asset swapy 10L w CEE od 2020

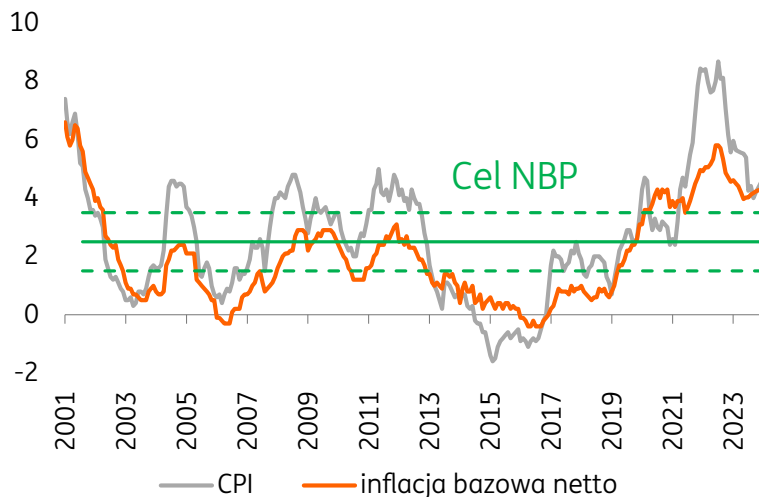


## POLGBs:

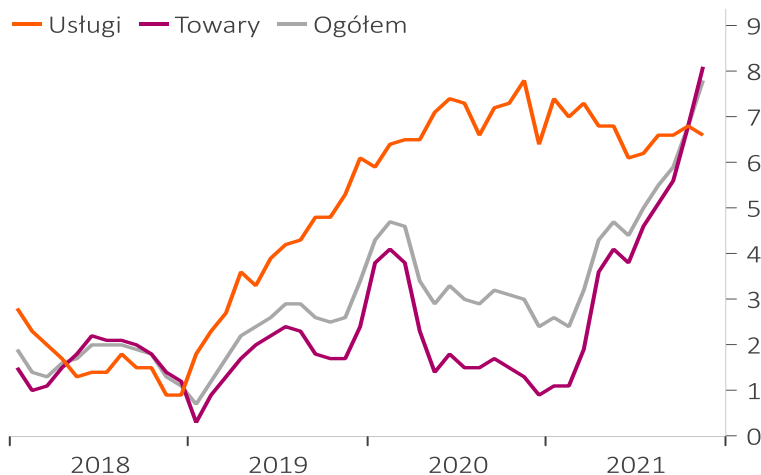
- Zachowanie SPW w końcówce 2021 było wypadkową niskiej płynności i rosnących oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Od świąt podniosła się cała krzywa, przede wszystkim na krótkim końcu. Efektem niskiej płynności były skokowe zmiany rentowności, nawet po ponad 20pb w ciągu dnia.
- Na początku roku oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności SPW. Z jednej strony, spodziewamy się raczej silnych danych z rynków bazowych i osłabienia np. Bunda. Z drugiej, zakładamy stopniowy wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w kraju.
- Wraz z początkiem roku płynność powinna zacząć się poprawiać, ale inwestorzy szybko raczej nie wrócą do normalnej skali handlu SPW. Szereg instytucji prawdopodobnie wzięła kosztowne stop-lossy pod koniec 2021, zaskoczona skalą podwyżek stóp NBP. Duża niepewność co do ścieżki stóp NBP będzie też raczej zniechęcać zagranicę przed większym powrotem na rynek. Nakłada się na to niepewność co do planów podażowych długu na 2022, biorąc pod uwagę brak wypłaty zaliczki środków unijnych z KPO w 2021.
- Trend wzrostu rentowności SPW może okazać się dominujący w 2022. Z jednej strony nadal oczekujemy wzrostu wycenianej przez rynek ścieżki stóp NBP. Odzwierciedla to m.in. upór naturę inflacji w kraju. Z drugiej wzrostowi rentowności powinna sprzyjać sytuacja na rynkach bazowych. Spodziewamy się wyższych podaży długu, które spotykają się z niższym popytem m.in. ze strony Fed.

# We wtorek RPP podniesie stopy procentowe o 50bp.

## Inflacja CPI w Polsce i cel NBP



## Struktura CPI w Polsce



- Na jutrzejszym posiedzeniu RPP spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp procentowych NBP o 50bp.
- Ostatnie wypowiedzi „jastrzębich” członków RPP E. Gatnara i Ł. Hardta sugerujące podwyżkę o 50bp odbieramy jako istotne policy guidance dla decyzji Rady. Również Prezes NBP A. Głapiński powiedział w grudniu, że kolejna podwyżka powinna być porównywalna do grudniowej (50bp).
- Podwyżka nie większa niż 50bp jest uzasadniona niepewnością związaną z zakażeniami omikronem, który może wpłynąć na aktywność gospodarczą w 1kw22. Ze względu na niski odsetek w pełni zaszczepionych w Polsce (56%) w porównaniu ze średnią unijną (69%), w tym niski odsetek populacji z przypominającą dawką szczepionki (18% vs 29%), Polska wydaje się bardzo wrażliwa na nową falę zachorowań.
- Przyspieszenie posiedzenia RPP o tydzień – wg NBP z powodów technicznych – oznaczają brak informacji dla RPP o odczycie flash CPI za grudzień. Jednakże dane gospodarcze opublikowane w grudniu sugerują wzrost presji inflacyjnej w krótkim i długim terminie. Spodziewamy się, że wzrost PKB w 4kw21 sięgnął 7%r/r, przy 6,5% w prognozach NBP i naszych. Wzrost taryf za energię dla gospodarstw domowych od 2022 okazał się powyżej oczekiwań w przypadku gazu ziemnego (o 54%) i zgodny z oczekiwaniami w przypadku energii elektrycznej (wzrost o 24%).
- Tarcza antyinflacyjna rządu rozłoży podwyżki cen w okresie styczeń-kwiecień i na kolejne miesiące, ale i tak średnie CPI w latach 2022-23 będzie powyżej naszych wcześniejszych prognoz: średnie CPI 7,7% w 2022 (poprzednio 6,7%) oraz 5% średnio w 2023 (poprzednio 4,2%).
- Docelowy poziom stóp procentowych NBP prognozujemy na 4% na koniec 2022 i 4,5% na koniec 2023.

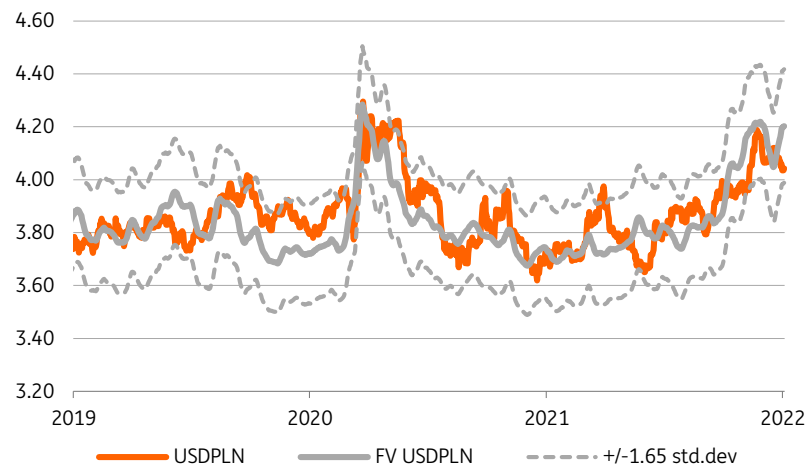
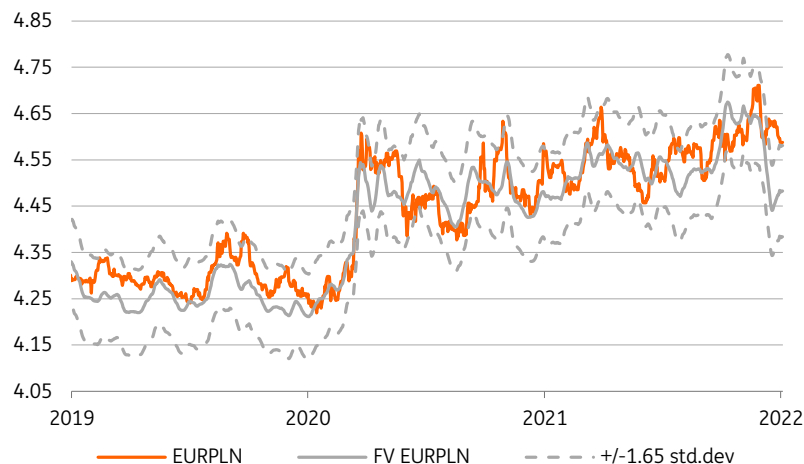
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23
US\$/PLN	3.99	3.96	3.97	3.99	4.00	4.01	4.02	4.04	4.04	4.04	4.05	4.03
€/PLN	4.57	4.55	4.54	4.53	4.52	4.51	4.49	4.48	4.47	4.46	4.45	4.45
CHF/PLN	4.16	4.14	4.11	4.09	4.07	4.06	4.05	4.04	3.98	3.92	3.87	3.84
GBP/PLN	5.41	5.42	5.43	5.44	5.45	5.43	5.41	5.40	5.41	5.42	5.43	5.41

## Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest niedowartościowany wobec euro. Krajową walutę wspierać powinien duży wzrost stóp w kraju, podczas gdy w euro stopy są stabilne. W modelu silnie zaważył też wzrost rentowności POLGBs. Dolara wspierają natomiast oczekiwania na szybki wzrost stóp Fed. Dlatego mimo wzrostu stóp w kraju PLN jest wg naszych szacunków bliski równowadze.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zgodne ze wskazaniem modelu.



## Zespół analiz makroekonomicznych

---

Rafał Benecki  
Główny Ekonomista

Piotr Popławski  
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek  
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)

### 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 znajdują 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.