

Tygodnik ING

Spokojny tydzień na rynkach bazowych w oczekiwaniu na Fed i EBC. RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

5 grudnia 2022



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



W skrócie.

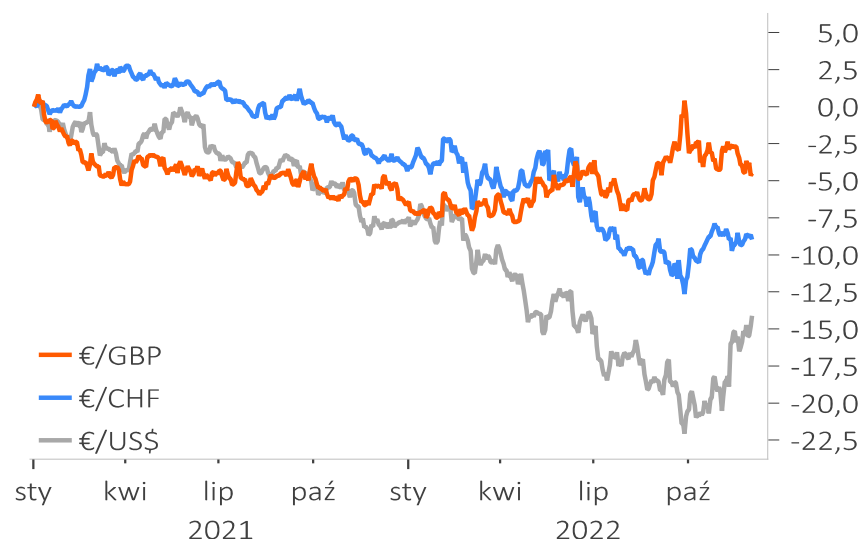
- Po publikacji danych o mocnym rynku pracy w USA w piątek, najbliższy tydzień powinien być w miarę spokojny. Na początku tygodnia poznamy wskaźniki koniunktury w USA i Europie. Przedstawiciele Fed nie będą się już wypowiadać przed posiedzeniem FOMC 13-14 grudnia, natomiast w tym tygodniu zaplanowano wystąpienia przedstawicieli EBC (m.in. prezes Banku Francji w poniedziałek, główny ekonomista EBC w środę, Prezes Lagarde w czwartek). Zapewne odniosą się oni do dalszej ścieżki stóp procentowych w świetle wyhamowania inflacji w listopadzie w porównaniu z październikiem (CPI do 10%/r z 10,6% miesiąc wcześniej). Wzrost cen producenta (PPI) w strefie euro także obniżył się istotnie - do 30,8%/r w październiku z 41,9% we wrześniu.
- W kraju wydarzeniem tygodnia będzie środkowa decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. Po spadku inflacji CPI w listopadzie oraz słabej strukturze PKB w 3kw22 Rada będzie miała kolejne argumenty za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian, aby ocenić efekty dotychczasowych podwyżek. Zwłaszcza w kontekście stabilnych notowań PLN.
- W drugiej części tygodnia będzie miała miejsce konferencja prezesa NBP A. Glapińskiego. Spodziewamy się, że prezes będzie prezentował względnie neutralne nastawienie. Z jednej strony należy oczekiwać zadowolenia ze spadku inflacji, chociaż trudno to będzie przypisać efektom dotychczasowych działań w polityce pieniężnej. Z drugiej, wydaje się, że profil inflacji nadal nie pozwala na rozważanie obniżek stóp procentowych jeszcze przed końcem 2023.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu najprawdopodobniej zdeterminuje sytuacja międzynarodowa. Odbędzie się wprawdzie posiedzenie RPP, ale nie ma oczekiwań na jakiegokolwiek zmiany polityki NBP. Rynek będzie też z bardzo dużą rezerwą podchodzić do ew. zmian forward guidance.

Kalendarz makroekonomiczny

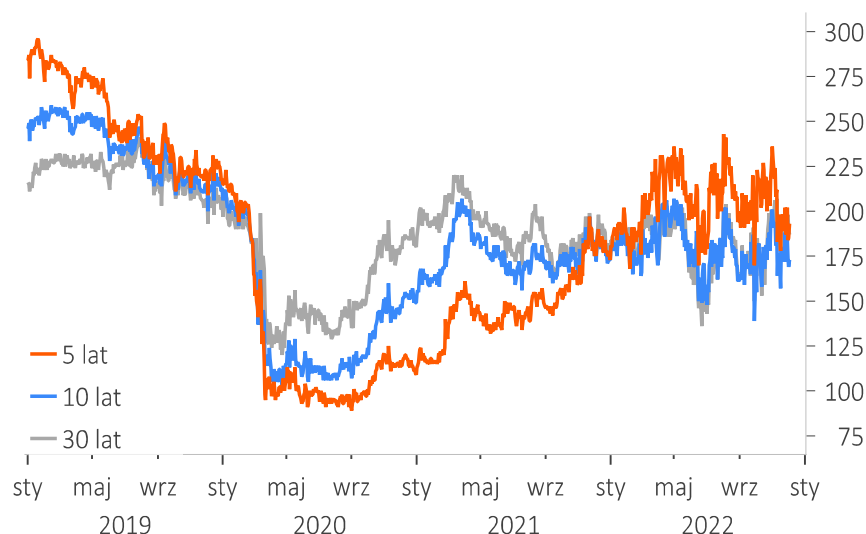
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
6 XII	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	X	0,5%	-0,2%	-4,0%
7 XII	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	X	-1,5%	-0,5%	0,6%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	III kw	-	2,1%	2,1%
	Polska	-	Decyzja NBP		b.z.	b.z.	b.z.
9 XII	USA	14:30	Inflacja PPI r/r	XI	-	0,3%	0,2%
		16:00	Nastroje gosp. domowych	XII	55,5pkt.	56,0pkt.	56,8pkt.

Rynki walutowe – Niewielka korekta / spadek €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

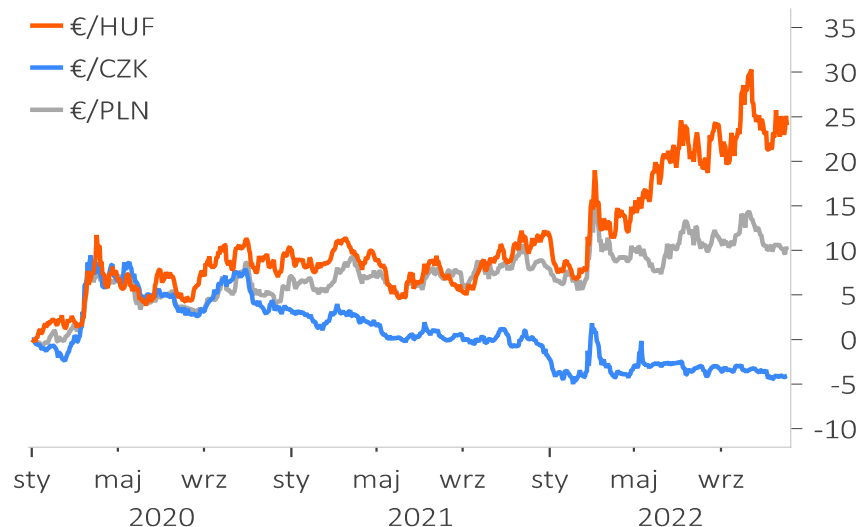


€/US\$:

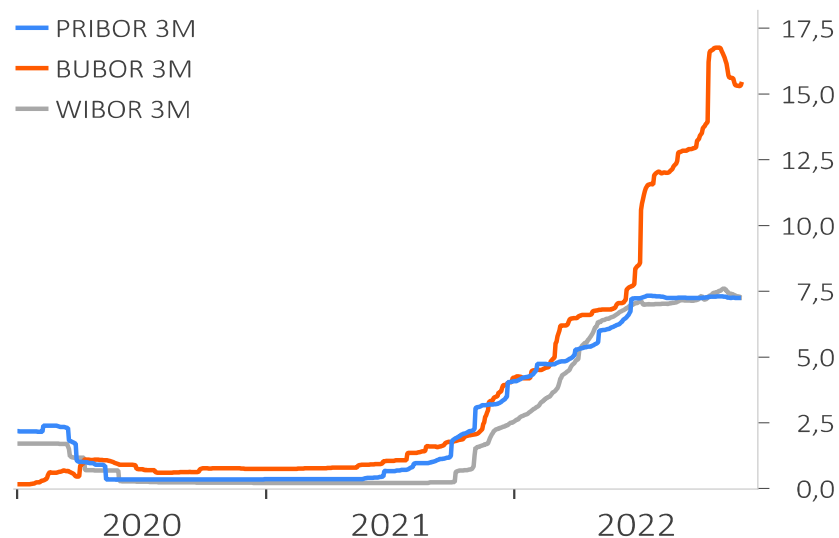
- Ubiegły tydzień pokazał silne oczekiwania rynków na szybki koniec podwyżek stóp przez główne banki centralne. Nie zmieniło tego dość jastrzębie wystąpienie szefa Fed J.Powella, czy m.in. wyraźnie lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls), które poznaliśmy w piątek. Dolarowi poza oczekiwaniami na obniżki stóp Fed zaszkodziły dodatkowo nadzieje na poluzowanie restrykcji pandemicznych w Chinach i umacniający się juan. W efekcie para €/US\$ podniosła się z 1,0350 do ponad 1,0550.
- Technicznie obecna fala wzrostu €/US\$ powinna wyhamować w okolicach 1,06, tj. już bardzo blisko obecnych poziomów. Również z punktu widzenia analizy technicznej powinno dojść do korekty po silnym osłabieniu dolara w ostatnich tygodniach. Skala tego ruchu będzie jednak raczej mała, głównie na fali realizacji zysków. Oczekiwania inwestorów na szybki koniec podwyżek i równie szybki początek obniżek stóp Fed pozostają mocne. W tym tygodniu nie ma też raczej danych, które mogłyby je zmienić, ewentualnie dopiero piątkowe dane o inflacji PPI z USA. Zasięg tego ruchu prawdopodobnie nie przekroczy 1,04.
- W zasadzie ostatni moment na większe zmiany na rynku w tym roku to przyszły tydzień, kiedy odbywa się posiedzenie Fed i prezentacja nowej projekcji. Fed będzie starał się prawdopodobnie jakoś zapanować nad oczekiwaniami rynku na szybkie obniżki stóp. Daje to szansę na jakieś umocnienie dolara w końcówce roku, ale o ile Fed nie zaskoczy skalą podwyżki stóp, to na większy ruch się nie zapowiada. Dokłada się do tego spadek cen gazu w Europie, który znacząco ograniczył obawy o głęboką recesję oraz domykanie pozycji na spadek €/US\$ na koniec roku.

Rynki walutowe – Presja na spadek €/PLN mogła wygasnąć.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

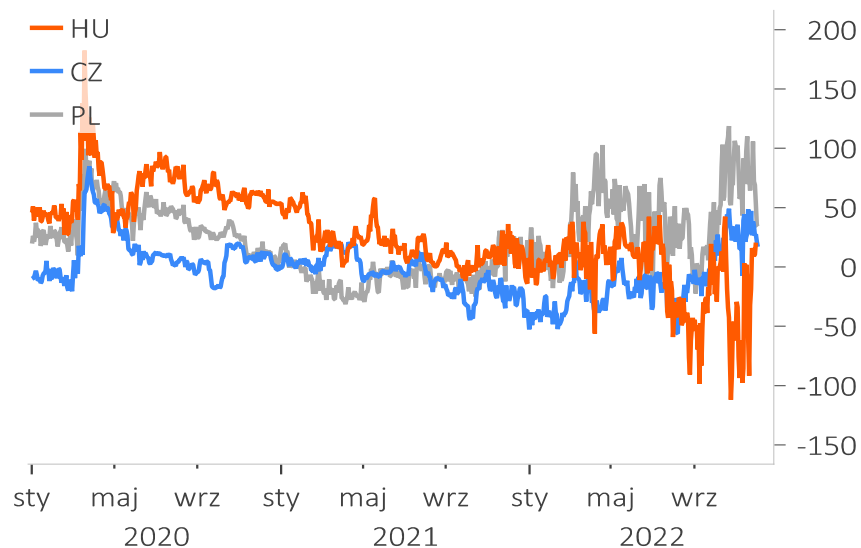
- W ubiegłym tygodniu presja na umocnienie złotego wyhamowała mimo osłabiającego się dolara. Nastąpiła nawet próba większej korekty / osłabienia złotego, która sprowadziła parę €/PLN prawie do 4,71. Ostatecznie jednak para zakończyła tydzień na 4,67, tj. blisko poziomów z poniedziałkowego otwarcia (4,67).
- Zachowanie złotego w tym tygodniu najprawdopodobniej zdeterminuje sytuacja międzynarodowa. Odbędzie się wprawdzie posiedzenie RPP, ale nie ma oczekiwań na jakiegokolwiek zmiany polityki NBP. Rynek będzie też z bardzo dużą rezerwą podchodzić do ew. zmian forward guidance. Dlatego, o ile faktycznie dojdzie do prób korekty na €/US\$, powinno to pociągnąć za sobą również wzrost €/PLN, jak obserwowaliśmy w ubiegłym tygodniu. Skala tego ruchu najprawdopodobniej nie przekroczy jednak 4,72-7250.
- Fed przygotowujący rynki na spowolnienie tempa podwyżek stóp zapowiada raczej udaną końcówkę roku na rynkach. Jest kilka ryzyk, które mogą nastroje inwestorów popsuć, jak np. pogorszenie sytuacji covidowej w Azji, ale na razie nie zapowiada się, aby miało to mieć decydujący wpływ na nastroje na rynku FX. Inwestorzy ciągle liczą też na deeskalację konfliktu na Ukrainie w zimie i na złagodzenie sporu Polski z KE i odblokowanie środków z KPO. Część może też decydować się na zamknięcie jakichkolwiek pozostałych długich pozycji na €/PLN, nie chcąc ponosić ich wysokich kosztów przez przełom roku, kiedy i tak niewiele będzie się dziać na rynkach. Sugeruje to, że para €/PLN może ten roku zakończyć blisko 4,70, mimo odbudowy oczekiwań na obniżki stóp NBP w 2023.

Rynek długu: Ryzyko korekty po silnym umocnieniu SPW.

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



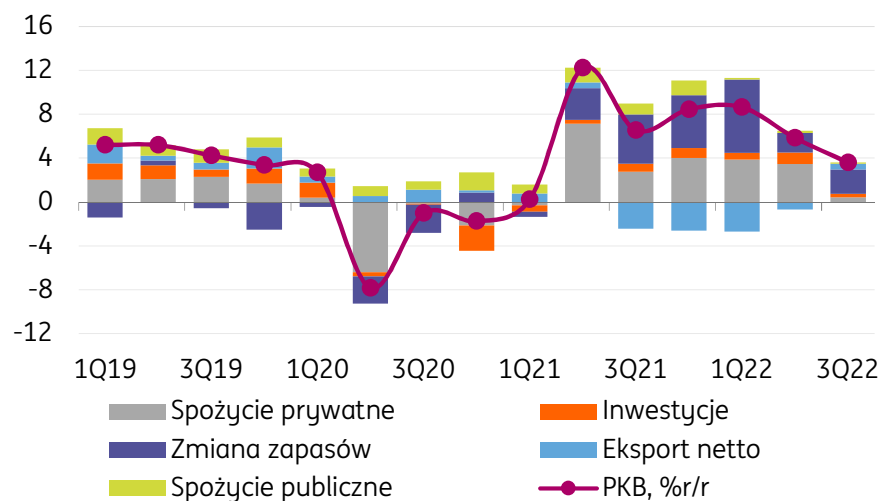
Asset swapy 10L w CEE od 2019



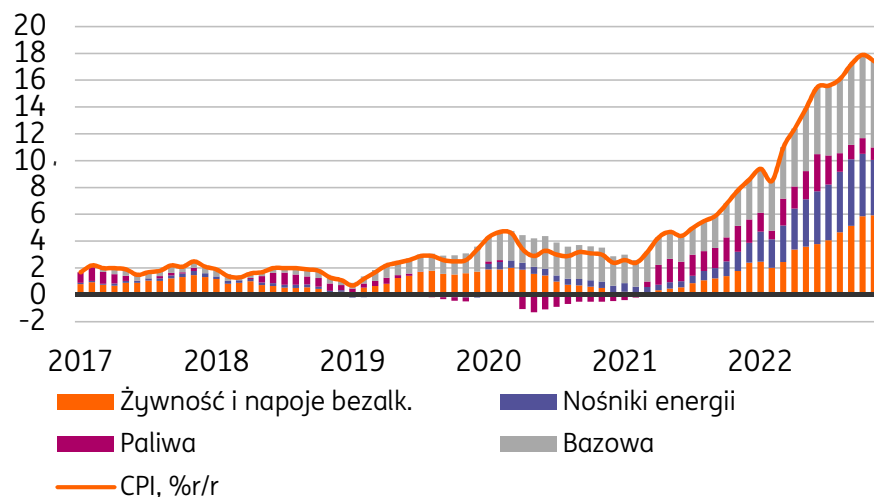
- W ubiegłym tygodniu doszło do umocnienia na bazowych rynkach długu, szczególnie na Treasuries. W skali tygodnia amerykańskie 2 i 10latki zyskały po około 15pb. Bund umocnił się w podobnej skali, ale już niemieckie 2latki o 9pb. W przypadku SPW dołożyły się słabe dane z kraju, powodując ponowny wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki NBP jeszcze w 2023. 10latki mocniej aż o 50pb 2latki 30pb.
- Do przyszłotygodniowej decyzji Fed nie widać czynników które mogłyby zatrzymać, czy odwrócić globalny trend na spadki rentowności. Jakaś techniczna korekta jest możliwa, ale prawdopodobnie w niewielkiej skali. Inwestorzy zignorowali jastrzębie komentarze z Fed, czy udane payrolls, i nie zapowiada się aby w tym tygodniu wydarzyło się cokolwiek co ich opinię o szybkich obniżkach stóp w USA zmieni. Nawet przekaz z grudniowego posiedzenia Fed i nowe projekcje mogą okazać się niewystarczające, aby wywołać większe wzrosty rentowności na rynkach bazowych przed końcem roku.
- SPW prawdopodobnie będą śledzić zachowanie rynków bazowych aż do stycznia, nadal przy relatywnie wysokiej zmienności. Skala dotychczasowych spadków rentowności SPW jest już duża, dlatego w razie korekty / osłabienia na rynkach bazowych, również i wzrosty dochodowości SPW mogą być roku znaczące. W takim scenariuszu powinno także dojść do wystromienia krzywej. Rynki zagraniczne wpłyną głównie na krajowy dług koniec. Z kolei odbudowa oczekiwań na obniżki stóp NBP będzie stabilizować krótki. Odbywające się w tym tygodniu posiedzenie NBP raczej nie będzie mieć istotnego wpływu na rynek. Na zmiany stóp nikt nie liczy. Nie spodziewamy się również, aby przekaz z NBP istotnie zmienił postrzeganie perspektyw na 2023.

Mrożenie cen energii generuje nawis inflacyjny na 2024

PKB i jego struktura, %r/r, pkt. proc.



Inflacja CPI i jej źródła, %r/r, pkt. proc.



Źródło: GUS, ING.

- Struktura wzrostu PKB w 2kw22 rozczarowała wskazując na szybko słabnącą koniunkturę. Za blisko 80% rocznego wzrostu PKB odpowiadała zmiana stanu zapasów i eksport netto. Konsumpcja prywatna wyhamowała do zaledwie 0,9%/r, a inwestycje do 2,0%/r.
- Inflacja CPI obniżyła się w listopadzie do 17,4%/r z 17,9%/r w październiku za sprawą spadku cen energii (tańszy węgiel) oraz paliw względem października. Nadal jednak rosły ceny żywności, a inflacja bazowa zwiększyła się do ok. 11,3%/r. To jeszcze nie punkt zwrotny inflacji, a jej szczyt niezmiennie rysuje się w lutym 2023 w okolicach 20%/r.
- Rząd przedstawił projekt ustawy, którego celem jest zamrożenie cen gazu i stawek dystrybucyjnych na poziomie z 2022. Jednocześnie od nowego roku przywrócona zostanie podstawowa stawka VAT tj. 23% w miejsce stosowanej obecnie stawki zerowej. W naszej ścieżce inflacji zakładaliśmy dotychczas wzrost przeciętnego rachunku za gaz w 2023 w skali 20%, więc proponowane rozwiązania nie zmieniają zasadniczo naszych prognoz inflacji.
- Kolejny rok z rzędu działań na rzecz ograniczenia detalicznych wzrostów cen energii elektrycznej i gazu powoduje znaczący nawis, który może generować presję na wzrost cen w 2024, gdyż hurtowe ceny surowców energetycznych ustabilizują się najprawdopodobniej powyżej poziomów z 2021, a mrożenie cen jest kosztowne fiskalnie i nie będzie trwało w nieskończoność.
- Biorąc pod uwagę ostatnie odczyty CPI i PKB Rada będzie miała argumenty by w grudniu utrzymać stopy bez zmian, a w 2023 także nie spodziewamy się podwyżek. Coraz bardziej prawdopodobny staje się scenariusz, że kolejnym ruchem może być obniżka stóp, chociaż to odległa perspektywa.

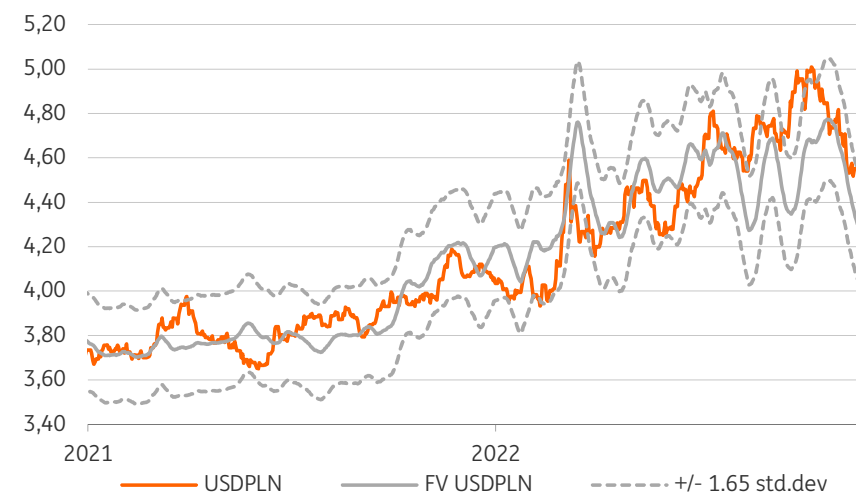
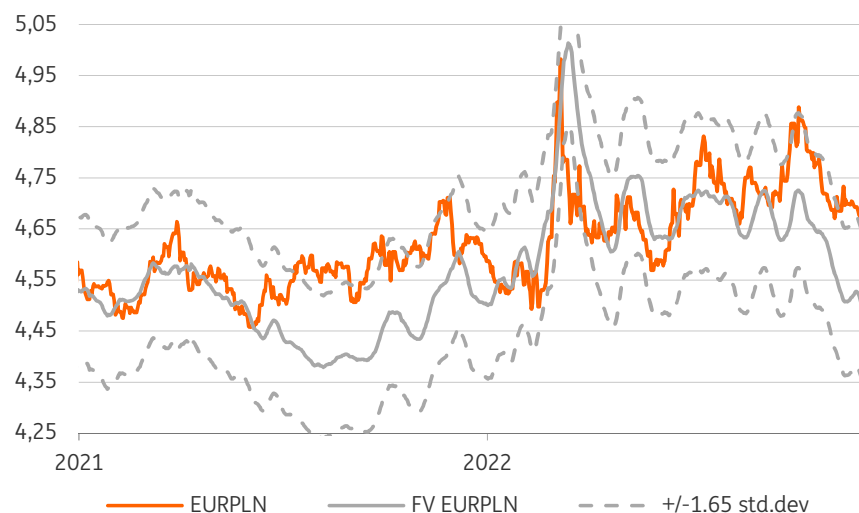
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23
US\$/PLN	4.88	4.89	5.06	5.03	5.00	4.84	4.79	4.75	4.63	4.65	4.67	4.72
€/PLN	4.79	4.81	4.81	4.79	4.76	4.74	4.70	4.67	4.63	4.66	4.69	4.72
CHF/PLN	5.16	5.18	5.19	5.17	5.14	5.12	5.09	5.05	5.02	5.06	5.09	5.13
GBP/PLN	5.23	5.27	5.29	5.28	5.27	5.27	5.25	5.22	5.20	5.26	5.31	5.36

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro i dolara pozostaje bardzo wysokie. Złoty umacnia się, ale ma na to wpływ m.in. Ogólnie dobra sytuacja rynkowa. Wysoki poziom stóp w kraju względem rynków rozwiniętych przynajmniej teoretycznie uzasadnia €/PLN w okolicach 4,55. NBP wprawdzie zakończył już podwyżki stóp, ale rosną oczekiwania na szybki powrót np. Fed do poluzowania swojej polityki. Także poziom asset swapów utrzymuje się na wysokim poziomie.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@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.