

Tygodnik ING

Ostatni tydzień normalnego handlu w 2022 pod dyktando posiedzeń Fed i EBC.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

12 grudnia 2022



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



W skrócie.

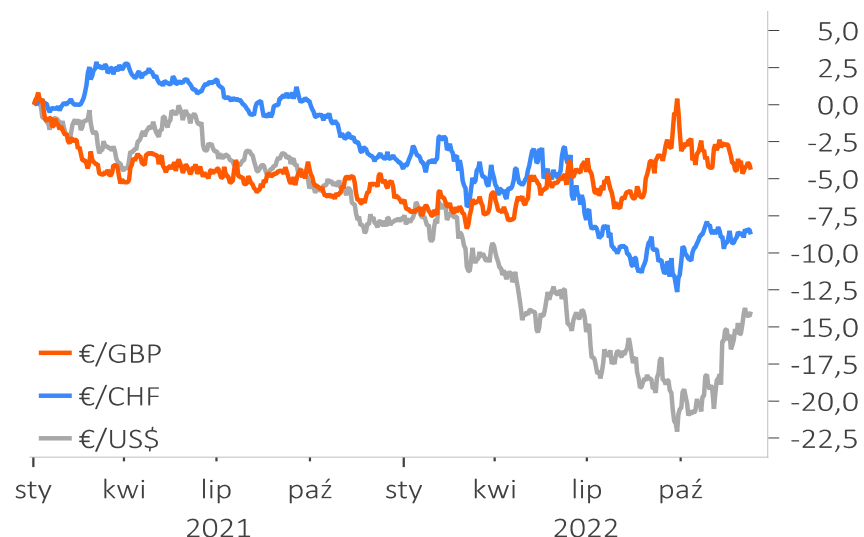
- W tym tygodniu uwagę inwestorów przykuje inflacja CPI w USA, a następnie decyzje głównych globalnych banków centralnych: Fed, EBC i BoE. W danych o inflacji CPI w USA ważna będzie zmiana inflacji bazowej. Nieoczekiwane odbicie bazowego PPI w listopadzie, a w szczególności skokowy wzrost cen żywności oraz usług handlowych w tym indeksie, sugeruje ryzyko dla przyśpieszenia inflacji bazowej w CPI w listopadzie. A to mogłoby stać się powodem istotnych zmian rynkowych, odwrotnych do tych przed 2 miesiącami po silnym spadku inflacji bazowej.
- Punktem uwagi jest komunikacja Fed i to czy bank będzie chciał „poskromić” optymizm rynkowy i wyceniane obniżki stóp w 2poł23. Jednym ze sposobów na to może być zapowiedź podwyżek w USA do wyższego poziomu stopy docelowej. W ostatnich wypowiedziach przedstawiciele Fed przedstawiali umiarkowane jastrzębie stanowisko – o ile przyznali, że tempo podwyżek spowolni już w grudniu, o tyle sugerowali, że docelowa stopa w USA będzie wyższa niż pokazywały to indywidualne prognozy członków FOMC poprzednio (w formie tzw. dot plot). Przedstawiciele Fed sugerowali również, że po podwyżkach nie będzie obniżek a stopy zostaną utrzymane na dłużej nawet do 2024.

Kalendarz makroekonomiczny

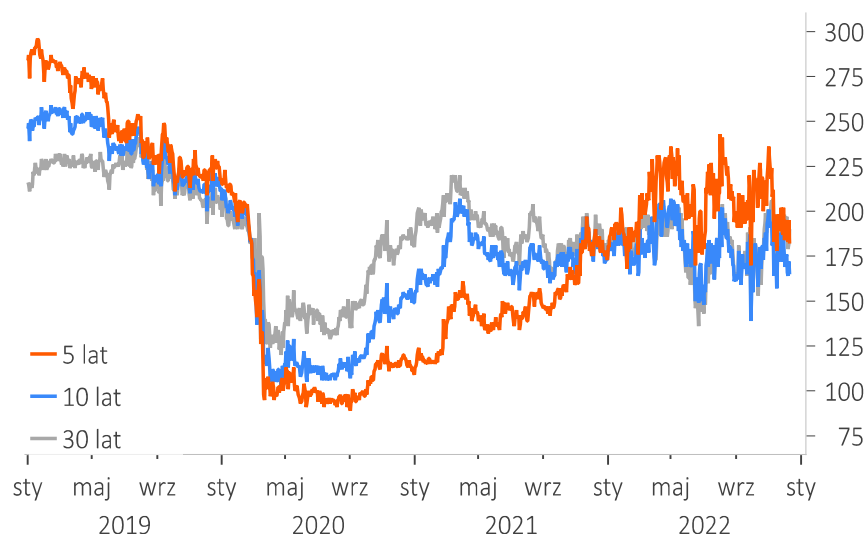
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
13 XII	USA	14:30	CPI r/r	XI	-	6,1%	6,3%
			Inflacja bazowa r/r	XI	-	7,3%	7,7%
14 XII	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	X	4,6%		4,9%
	USA	20:00	Decyzja FOMC		+50pb	+50pb	+75pb
15 XII	Polska	10:00	CPI r/r	XI	17,4%	17,4%	17,4%
	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		+50pb	+50pb	+75pb
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	XI	-0,2%	0,0%	1,3%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	XI	0,1%	0,2%	-0,1%
16 XII	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XII	46,9pkt.	47,1pkt.	47,1pkt.
			PMI - usługi	XII	48,2pkt.	47,8pkt.	48,5pkt.
	USA	15:45	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XII	-	50,0pkt.	47,7pkt.
			PMI - usługi	XII	-	-	46,2pkt.

Rynki walutowe – W oczekiwaniu na Fed.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

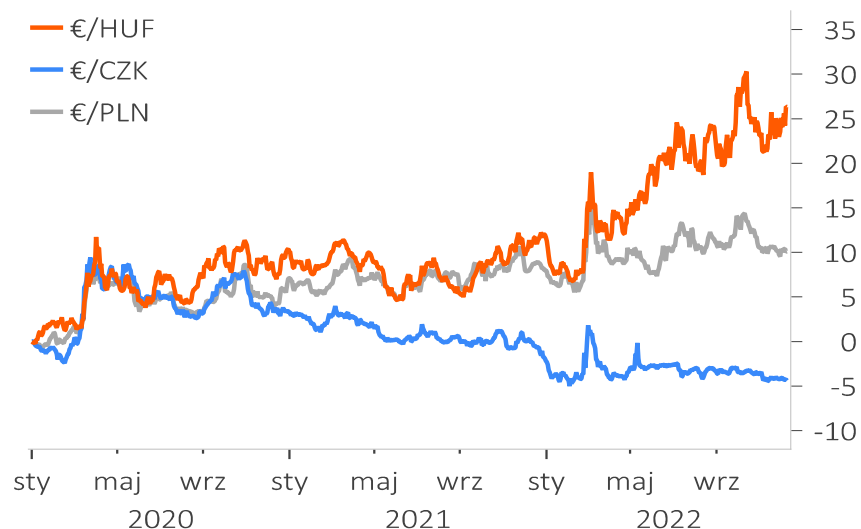


€/US\$:

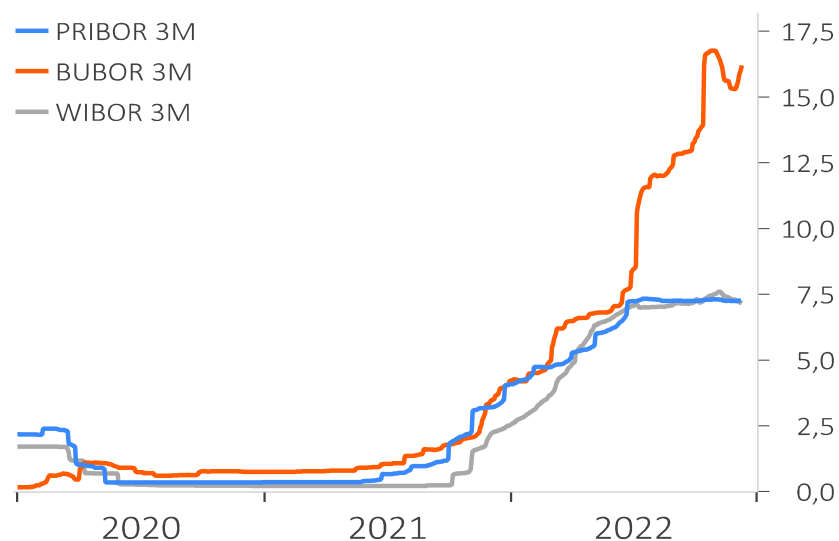
- Ubiegły tydzień nie przyniósł istotnych zmian na rynkach. Inwestorzy byli w trybie wyczekiwania na najważniejsze w końcu tego roku wydarzenia, tj. posiedzenia Fed i EBC oraz CPI z USA. Kurs €/US\$ zaczął ubiegły tydzień przy 1,0550, dziś otwiera się przy 1,05. W piątek obserwowaliśmy kolejną próbę wybicia ponad 1,06, która jednak nie powiodła się z uwagi na wyższy od oczekiwań odczyt PPI z USA.
- Przed nami najprawdopodobniej ostatni tydzień normalnego handlu w tym roku. Uwagę rynków prawdopodobnie skupi FOMC. To w przypadku Fed rynek gra nie tylko na szybki koniec podwyżek stóp, ale również relatywnie nieodległe (połowa 2023) obniżki. Spodziewamy się, że FOMC będzie starał się jakoś zapanować nad oczekiwaniami rynku na szybkie obniżki stóp, co skutkuje niepożądanym, z jego punktu widzenia, poluzowaniem warunków monetarnych. Powinno to utrzymać €/US\$ w trendzie bocznym, ew. pozwolić na niewielki spadek pary. O większe umocnienie dolara będzie trudno – inwestorzy ciągle mogą chcieć przed końcem roku domykać duże pozycje na spadek, otwierane w poprzednich miesiącach. Dlatego spodziewamy się raczej, że ten rok para €/US\$ zakończy pomiędzy 1,03 a 1,05.
- Na początku 2023 widzimy szanse na większe umocnienie dolara, tj. powrót €/US\$ bliżej parytetu. Z nowym rokiem powinny znów być otwierane długoterminowe pozycje, które przy dysparytecie stóp między Fed i EBC będą premiować amerykańską walutę. Mogą się do tego dołożyć obawy o konsekwencje poluzowania obostrzeń covidowych w Chinach, czy ponowną eskalację konfliktu na Ukrainie na wiosnę. Fed powinien również cały czas gasić oczekiwania na szybkie poluzowanie swojej polityki.

Rynki walutowe – większy wzrost €/PLN raczej już w 2023.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

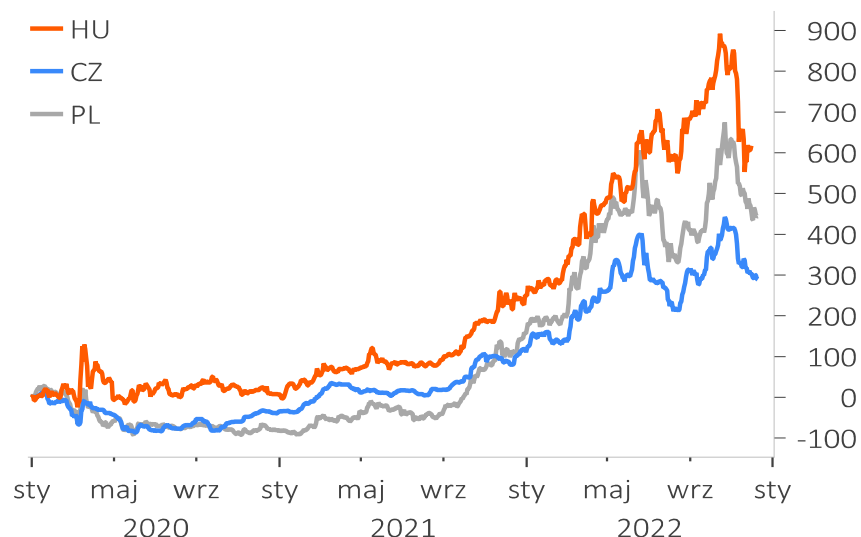


€/PLN:

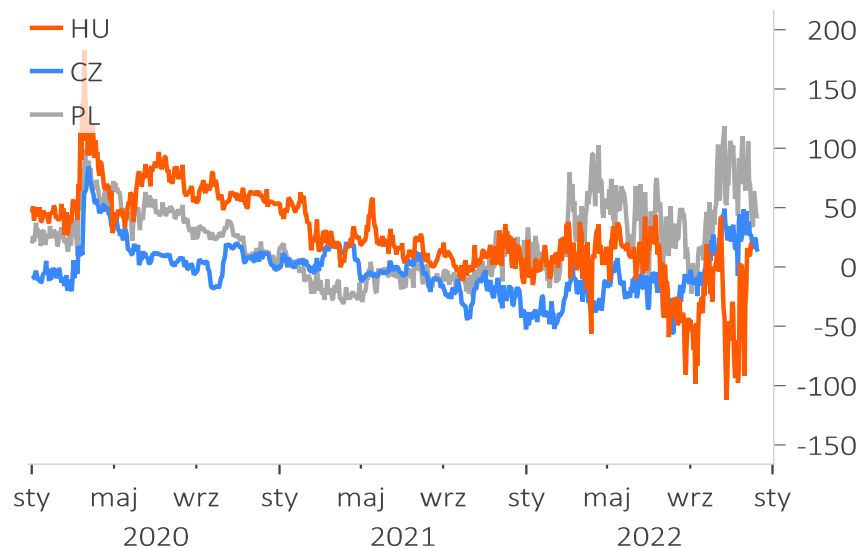
- Na krajowym rynku ubiegły tydzień rozpoczął się wybiemem €/PLN prawie do 4,72. Kurs szybko jednak cofnął się z tych okolic i przy stabilnym €/US\$ miał problem z powrotem ponad 4,70. Dziś rano kurs otwiera się na 4,69. Inwestorzy zignorowali posiedzenie NBP, które potwierdziło, że nie należy się spodziewać zmian stóp w kraju w najbliższych miesiącach
- W przypadku pary €/PLN spodziewamy się kolejnych prób powrotu ponad 4,72, wspieranych pogorszeniem sentymentu dla walut CEE z uwagi na sytuację na Węgrzech. Ich powodzenie będzie w dużym stopniu zależne od sytuacji na €/US\$. Ponieważ nie zakładamy dużych zmian dolara, to prawdopodobnie również kurs €/PLN znajdzie się w szerokim trendzie bocznym. Z uwagi na brak oczekiwań na zmiany stóp w kraju w najbliższych miesiącach, dane z Polski powinny mieć małe znaczenie dla rynku. Rozkład ryzyk sugeruje, że para €/PLN zakończy rok blisko 4,70. Nie można jednak wykluczyć podwyższonej zmienności. Okres niskiej płynności między świętami a Nowym Rokiem może zachęcać do przeprowadzenia interwencji, które małym nakładem mogą doprowadzić do istotnego spadku €/PLN.
- Na początku 2023 roku presja na osłabienie złotego powinna się jednak nasilić. Również w tym przypadku inwestorzy powinni zacząć odbudowę bardziej długoterminowych pozycji. Ryzyk dla złotego jest dużo. Od międzynarodowych jak ponowną eskalacją konfliktu na Ukrainie, po polityczne, związane z obawami o nasilenie konfliktu z Komisją Europejską przed jesiennymi wyborami do Sejmu. Również dane z krajowej sfery realnej powinny sprzyjać oczekiwaniom na obniżki stóp NBP jeszcze w 2023.

Rynek długu: Rynki długu nadal w trendzie bocznym.

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



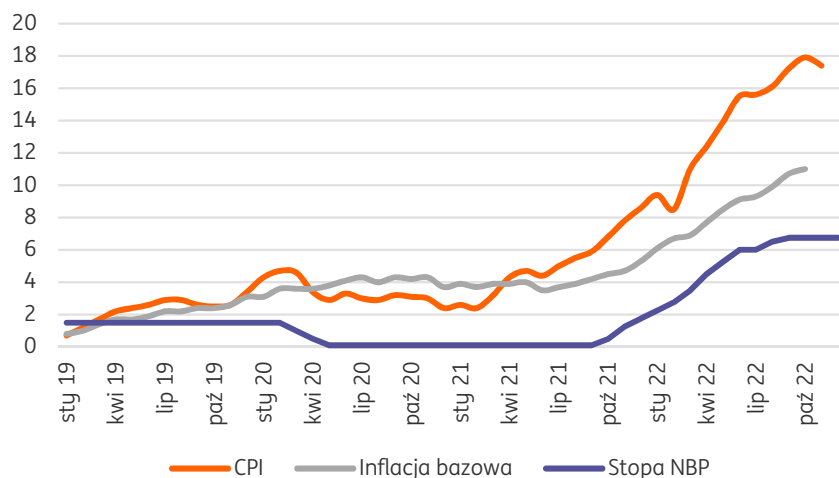
Asset swapy 10L w CEE od 2019



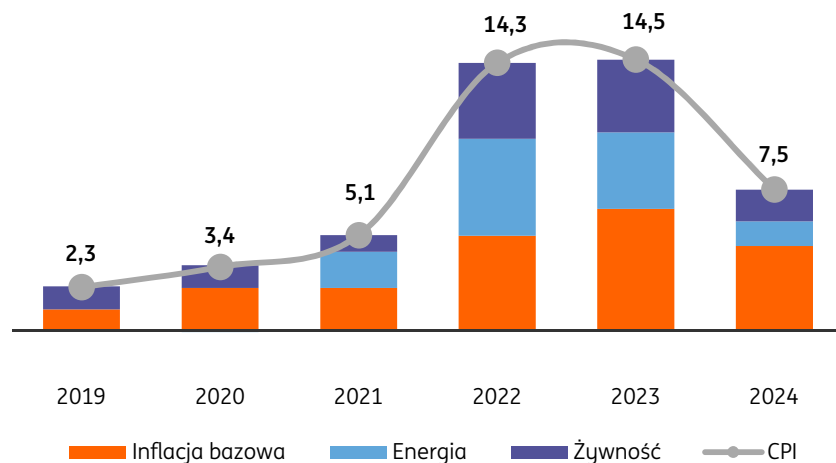
- W ostatni poniedziałek obserwowaliśmy wzrost rentowności SPW, około 30pb w przypadku 10latek. W kolejnych dniach dochodowości jednak stopniowo spadały i ostatecznie w skali tygodnia rentowności praktycznie na całej krzywej wróciły do poziomu z poniedziałkowego otwarcia.
- Fed będzie raczej starać się wyhamować oczekiwania na szybkie obniżki stóp w USA. Inwestorzy mogą jednak nadal chcieć domykać krótkie pozycje na obligacjach, zakumulowane w poprzednich miesiącach. Nie wskazuje to na duże kierunkowe zmiany rentowności na głównych rynkach. Biorąc pod uwagę silne oczekiwania na obniżki stóp Fed w 2023, większe pole do wzrostu rentowności widzimy raczej w przypadku obligacji niemieckich.
- W końcówce roku SPW powinny nadal śledzić zachowanie na rynkach bazowych. Nie spodziewamy się aby bieżące dane z kraju istotnie zmieniły oczekiwania co do dalszych posunięć NBP. Rozkład ryzyk sugeruje raczej stabilizację krajowego rynku długu w tym tygodniu. Na rynkach bazowych mamy jednak w tym tygodniu szereg ważnych wydarzeń, więc nie można wykluczyć sporej zmienności SPW.
- Na początku przyszłego roku spodziewamy się natomiast stromienia krzywej SPW. Dane z krajowej gospodarki (np. z przetwórstwa, czy budownictwa) powinny wspierać obawy przed silnym hamowaniem koniunktury w kraju i związanej z tym dezinflacji. To będzie z kolei wspierać oczekiwania na szybkie obniżki stóp NBP i umocnienie krótkich SPW. Na długim końcu spodziewamy się raczej stabilizacji. Powinny utrzymać się obawy o sfinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Także sytuacja na rynkach bazowych, z którymi mocno skorelowany jest krajowy dług publiczny, nie powinna wspierać umocnienia papierów.

Polityka pieniężna nie gwarantuje spadku inflacji do celu.

CPI, inflacja bazowa i stopa NBP, %/r, %



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



Źródło: GUS, ING.

- Zgodnie z oczekiwaniami w grudniu RPP pozostawiła trzeci miesiąc z rzędu stopy NBP bez zmian (główna nadal 6,75%). Cykl zacieśniania polityki pieniężnej został zakończony, chociaż Rada formalnie nie podjęła takiej decyzji.
- Ubiegłotygodniowa konferencja prezesa NBP miała mniej gołębi wydźwięk niż można było się obawiać. A. Głapiński stwierdził, że cykl pozostaje „zawieszony” i nie zapowiadał obniżek stóp pod koniec 2023. Bazowym scenariuszem NBP pozostaje szybka dezinflacja i spadek CPI do jednocyfrowych poziomów po osiągnięciu szczytu w 1kw23, jednak decydenci są świadomi ryzyk i wysokiej niepewności związanej z przebiegiem ścieżki inflacji w przyszłym roku.
- Podzielamy oczekiwania, że 2023 będzie upływał pod znakiem dezinflacji, jednak spodziewamy się, że na koniec roku ceny będą w dalszym ciągu rosły w dwucyfrowym tempie. Jednocześnie inflacja bazowa będzie nadal uporczywie wysoka w związku z efektami wtórnymi wciąż wysokich cen energii na rynku hurtowym. Na rynku nieregulowanym firmy nadal będą doświadczały podwyżek kosztów energii w nowo zawieranych umowach.
- Spadek inflacji w okolice 10%/r na koniec przyszłego roku nie jest powodem do zadowolenia i nie gwarantuje spadku inflacji do celu NBP w średnim terminie. Zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt, że mrożenie cen energii i gazu dla gospodarstw domowych skutkuje znaczącym nawisem inflacyjnym w cenach energii w 2024 i kolejnych latach. Może to oznaczać konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej i/lub fiskalnej w średniej perspektywie. Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilizację stóp NBP na obecnym poziomie do końca 2024.
- Więcej na temat naszych oczekiwań makro na 2023 w raporcie [Directional Economics EMEA: A dangerous descend.](#)

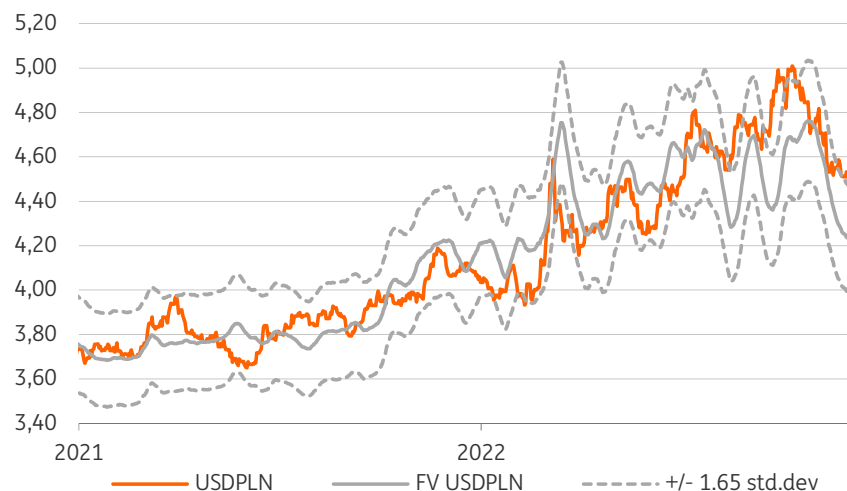
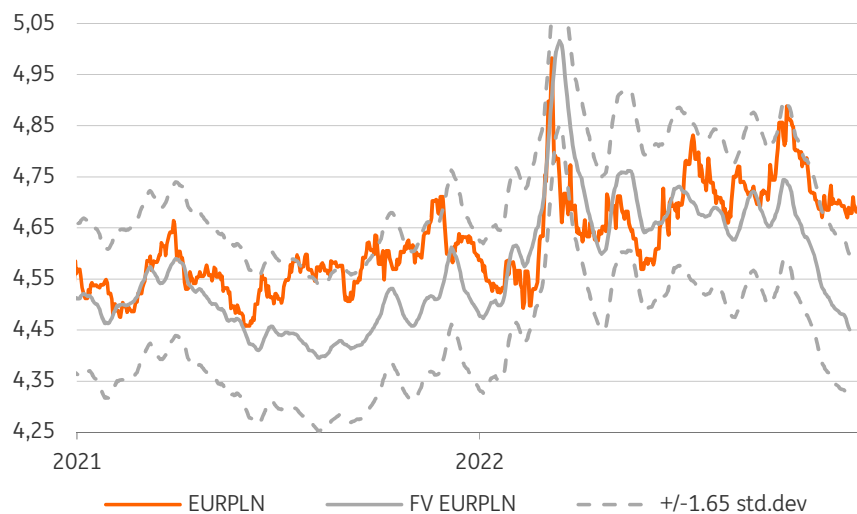
Prognozy walutowe.

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 wzrosło do bardzo wysokich poziomów. Wysoki poziom stóp w kraju względem rynków rozwiniętych jeszcze się zwiększył (np. na swapach) z uwagi na oczekiwania na obniżki stóp np. Fed i przynajmniej teoretycznie uzasadnia utrzymanie pary €/PLN w okolicach 4,45. Także poziom asset swapów utrzymuje się na wysokim poziomie, ale tu kluczowe są obawy o wysoki poziom potrzeb pożyczkowych w 2023.



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.