

Tygodnik ING

Mniejsza zmienność na rynkach przed nowym rokiem.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

19 grudnia 2022



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



W skrócie.

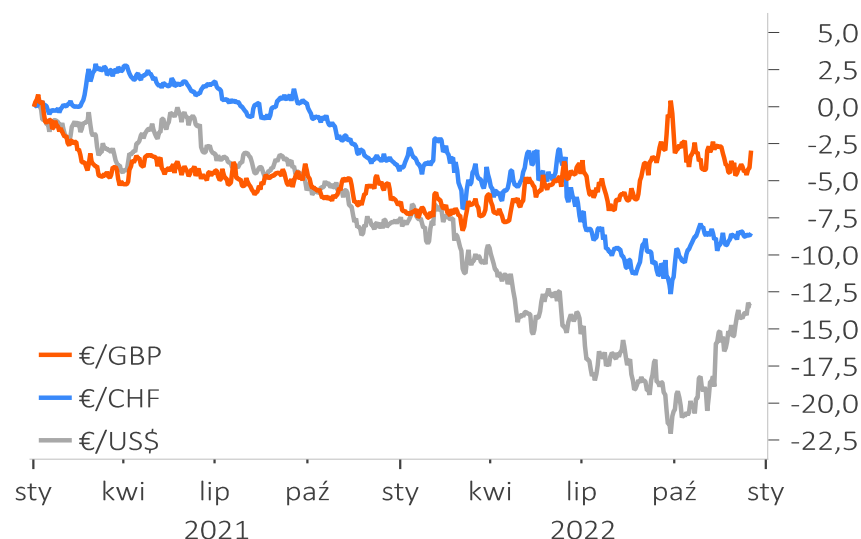
- W tygodniu przedświątecznym zaplanowano posiedzenia kilku banków centralnych (Japonia, Węgry, Czechy, Turcja). Poznamy także indeks cen konsumpcji prywatnej PCE w USA. Fala zacieśnienia polityki pieniężnej przez główne banki centralne w ubiegłym tygodniu raczej nie wpłynie na zmiany parametrów w polityce pieniężnej w tym tygodniu. M.in. w Japonii główna stopa procentowa pozostanie na poziomie -0,1%.
- Do Bożego Narodzenia pozostał ostatni tydzień roboczy. W kraju poznamy kluczowe dane dotyczące aktywności gospodarczej w listopadzie. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa spowolniła. Spodziewamy się, że efekt nadrabiania zaległości produkcyjnych, po udrożnieniu łańcuchów dostaw, zaczyna wygasnąć. Jednocześnie będziemy się mierzyć z wysoką bazą w produkcji energii.
- Szacujemy, że przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 13,3%/r, a przeciętne zatrudnienie o 2,3%/r. Płace rosną wyraźnie poniżej inflacji, a pracodawcy starają się rekompensować pracownikom wzrost cen przez świadczenia jednorazowe w oczekiwaniu na podwyżkę płacy minimalnej. Z kolei w przypadku zatrudnienia sytuacja pozostaje korzystna. Pomimo sygnałów spowolnienia firmy mają tendencję do chomikowania pracy w związku z obawami o problemy z pozyskaniem niezbędnych pracowników po odbiciu wzrostu koniunktury.
- Od wielu miesięcy obserwujemy niekorzystne nastroje konsumenckie, a wysoka niepewność co do przyszłości dodatkowo przekłada się na ostrożność wydatkową. Spodziewamy się, że pomimo bardzo niesprzyjającego otoczenia (wysokie stopy procentowe, załamanie rynku hipotecznego) nieco lepiej wygląda sytuacja na rynku budowlanym. Prognozujemy, że produkcja budowlano-montażowa wzrosła w listopadzie o 2,5%/r, czemu sprzyjały korzystne dla prowadzenia prac budowlanych warunki pogodowe.

Kalendarz makroekonomiczny

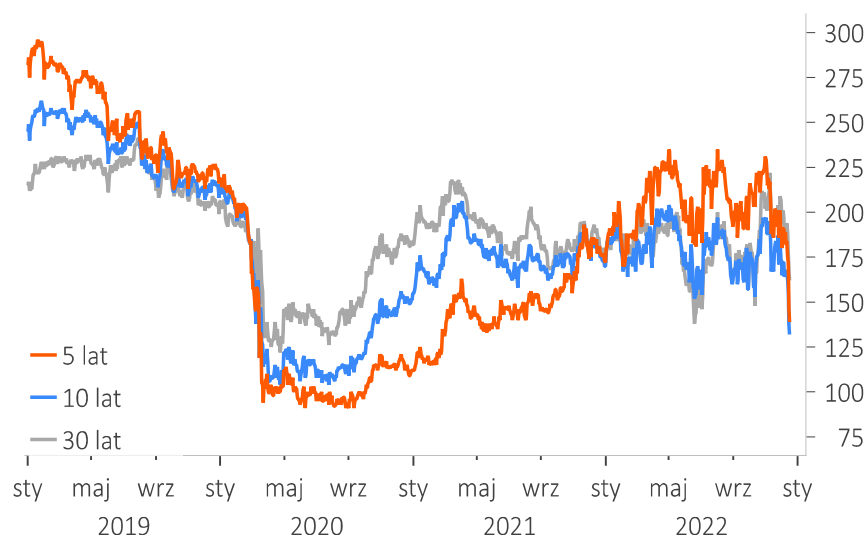
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
20 XII	Japonia	4:00	Decyzja Banku Japonii		-0,1%	-0,1%	-0,1%
	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	XI	0,7%	2,2%	6,8%
	Polska	10:00	Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	XI	2,3%	2,3%	2,4%
	Polska	10:00	Płace. w sekt. przedsiębiorstw r/r	XI	13,3%	12,8%	13,0%
	Węgry	14:30	Decyzja Banku Węgier		13%	13%	13%
21 XII	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	XI	1,5%	0,3%	0,7%
22 XII	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR (ostateczne dane)	III kw.	-	2,9%	2,9%
	USA	16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	XI	-	4,2mln	4,4mln
23 XII	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	XI	-	0,3%	0,2%

Rynki walutowe – €/US\$ w trendzie bocznym do końca roku.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

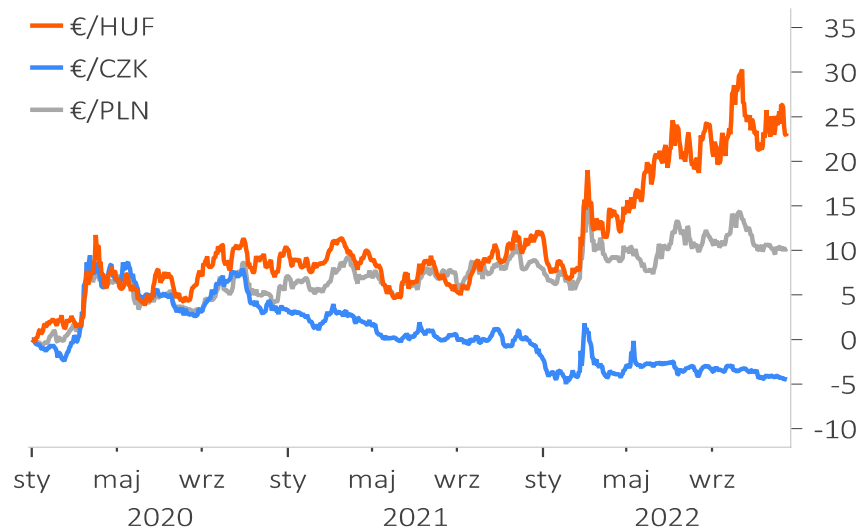


€/US\$:

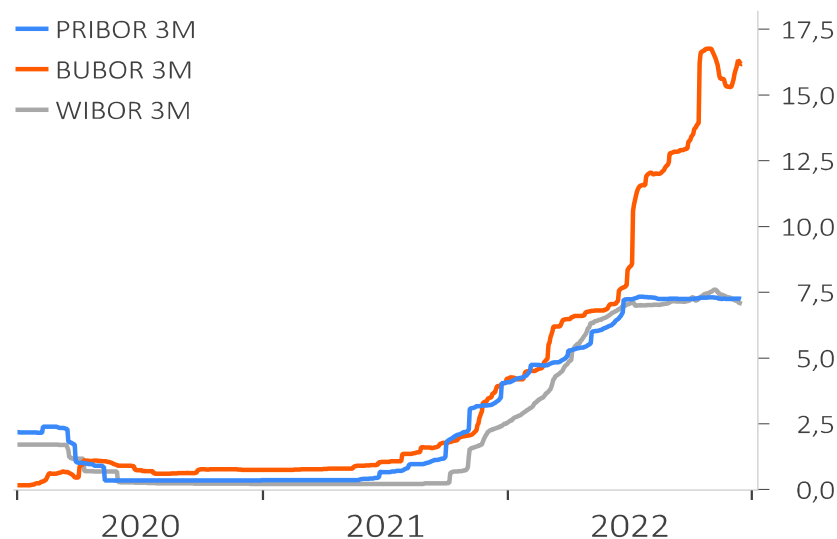
- Kolejny miesiąc hamowania inflacji w USA wzmocnił oczekiwania na szybki koniec podwyżek stóp Fed i wkrótce potem obniżki. Presja na wzrost €/US\$ zaraz po tym jednak wygasa. Jastrzębi przekaz z EBC nie pociągnął €/US\$ wyżej, chociaż rentowności w Europie wzrosły kilkanaście punktów. Dziś rano para €/US\$ waha się pomiędzy 1,06 a 1,0650.
- Zmienność na rynkach będzie prawdopodobnie wygasać. Najważniejsze wydarzenia w grudniu są już za nami. W tym tygodniu poznamy sytuację na rynku nieruchomości w USA i inflację PCE. Nie spodziewamy się dużych zaskoczeń. Dlatego uważamy, że para €/US\$ znajdzie się w trendzie bocznym. Szanse na istotniejszą korektę kursu w tym roku nie są duże. Inwestorzy liczą na szybkie obniżki stóp w USA, a komentarze z EBC podniosły oczekiwania na docelowy poziom stóp w tym cyklu. Gdyby przed końcem roku doszło do dalszego domykania pozycji na umocnienie amerykańskiej waluty, to raczej widzielibyśmy pole do osłabienia dolara. Technicznie kolejny poziom docelowy na parze to 1,08.
- Na początku 2023 widzimy szanse na umocnienie dolara, np. powrót €/US\$ bliżej parytetu. Z nowym rokiem powinny być otwierane długoterminowe pozycje, które przy dysparytecie stóp między Fed i EBC powinny premiować dolara. Mogą się do tego dołożyć obawy o konsekwencje poluzowania obostrzeń covidowych w Chinach, czy eskalację konfliktu na Ukrainie. Fed powinien również cały czas gasić oczekiwania na szybkie poluzowanie swojej polityki. ECB przypomniął, że ryzyka inflacyjne w Europie są jednak większe niż w USA. Będzie to wspierać euro i może ograniczyć skalę ponownego umocnienia dolara na początku 2023. Dlatego ryzyka dla naszego scenariusza są raczej po stronie słabszego dolara.

Rynki walutowe – Złoty może stracić na początku 2023.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

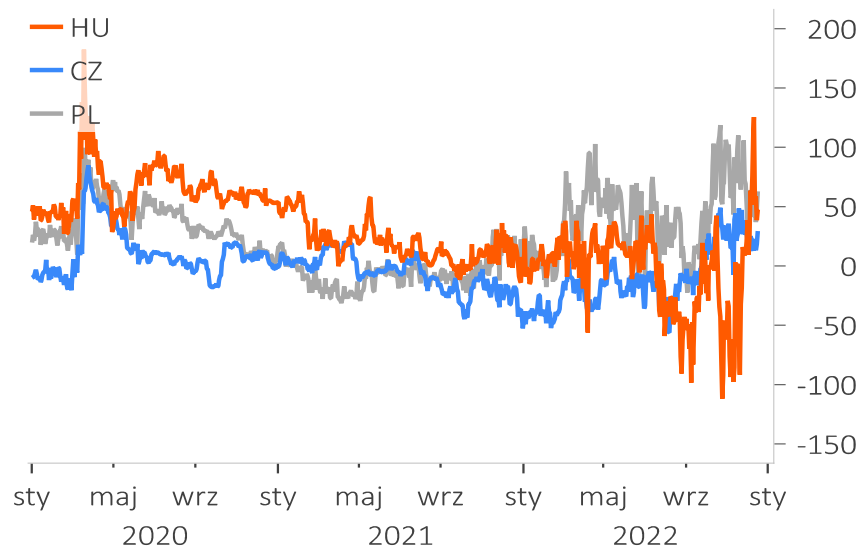
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN podjął kilka prób powrotu ponad 4,70, wszystkie ostatecznie nieudane. Przy rosnącym €/US\$ sentyment dla walut CEE jest raczej pozytywny. Widać to szczególnie na fornicie, gdzie dodatkowo oczekiwania na kompromis z UE i odblokowanie Funduszu Odbudowy wyraźnie wzmocniły węgierską walutę.
- Oczekujemy, że €/PLN zakończy ten rok blisko 4,70. Złoty nie był w stanie kontynuować umocnienia w ubiegłym tygodniu, mimo słabszego dolara. Przed nowym rokiem inwestorzy będą raczej niechętni do budowania kosztownych pozycji na osłabienie złotego. Szybkie odblokowanie polskiego KPO wydaje się już być w cenach i kolejne doniesienia w tym temacie nie będą raczej generować dużej zmienności, o ile nie będą negatywne. Sami jesteśmy sceptyczni co do szybkiego odblokowania KPO dla Polski, ale są małe szanse, aby w najbliższym czasie swoje zdanie zmienić rynek. Rozkład ryzyk wskazuje raczej na spadek niż wzrost €/PLN w końcówce roku, szczególnie gdyby miało dochodzić do dalszego zamykania pozycji przeciw PLN na niskiej płynności.
- Na początku 2023 roku spodziewamy się presji na osłabienie złotego. Inwestorzy powinni zacząć odbudowę długoterminowych pozycji, które w przez cały listopad zamykali. Ryzyk dla PLN jest sporo, od międzynarodowych jak eskalacja konfliktu na Ukrainie, po polityczne, związane z obawami o nasilenie konfliktu z KE przed wyborami do Sejmu. Również dane z krajowej sfery realnej powinny sprzyjać oczekiwaniom na obniżki stóp NBP w 2023. Rynki będą również oczekiwały na decyzję TSUE ws kredytów frankowych, która może być kolejnym obciążeniem dla sektora bankowego, który jest głównym kupującym SPW.

Rynek długu: Zmienność na rynkach długu powinna hamować, większe szanse na spadki rentowności.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Oczekiwania na szybkie obniżki stóp Fed powinny wspierać umocnienie obligacji w końcówce roku, przede wszystkim w USA. Dokładają się do tego sygnały globalnej dezinflacji jak poprawa w łańcuchach dostaw. Zmienność będzie jednak prawdopodobnie jak co roku o tej porze wygasać, więc na duże zmiany się nie zanoszą. Wspiera to także ubogi kalendarz danych w tym tygodniu.
- Na krajowym rynku powinno zacząć się stromienie krzywej – trend który naszym zdaniem zdominuje początek 2023 roku. Z kraju poznamy serię bardzo słabych danych, które powinny wzmocnić oczekiwania na obniżki stóp NBP jeszcze w 2023. Przy okazji powinny rosnąć obawy o wpływy budżetowe przy szybko hamującej koniunkturze, co jest rydzykiem dla długiego końca. Przed nowym rokiem nie spodziewamy się jednak dużych zmian kierunkowych, choć sytuacja na rynkach bazowych sugeruje raczej spadki niż wzrost rentowności.
- Na początku przyszłego roku spodziewamy się dalszego stromienia krzywej SPW. Dane z krajowej gospodarki (np. z przetwórstwa, czy budownictwa) powinny wspierać obawy o silne hamowanie koniunktury w kraju i związanej z tym dezinflacji. To powinno utrzymać oczekiwania na obniżki stóp NBP i umocnienie krótkich SPW. Na długim końcu spodziewamy się raczej stabilizacji. Powinny utrzymać się obawy o sfinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych oraz wyrok TSUE ws kredytów frankowych, który może uderzyć w sektor bankowy i jego zdolność finansowania wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu. Także sytuacja na rynkach bazowych, z którymi mocno skorelowany jest krajowy dług, nie powinna wspierać umocnienia papierów.

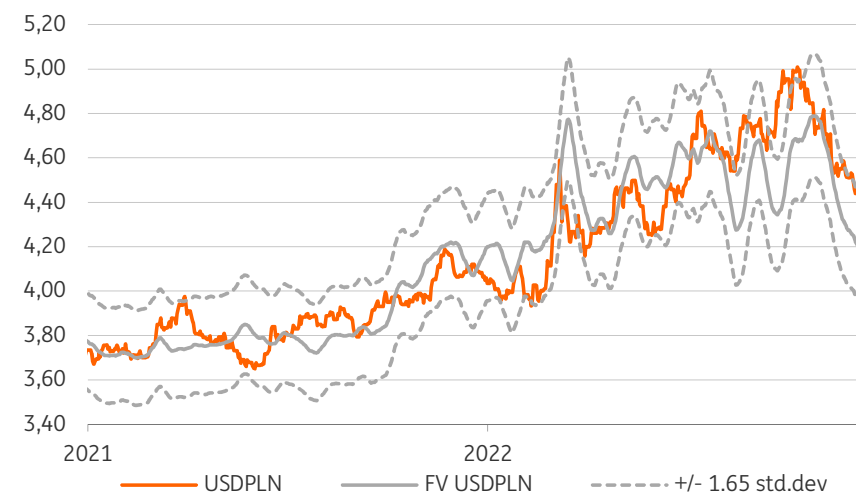
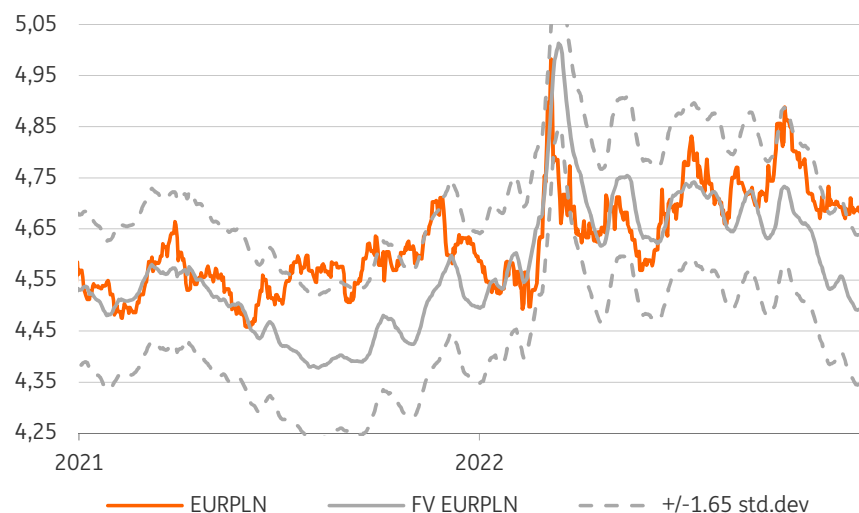
Prognozy walutowe.

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	4.66	4.70	4.80	4.79	4.78	4.74	4.71	4.68	4.63	4.67	4.71	4.72
€/PLN	4.75	4.78	4.80	4.78	4.76	4.74	4.70	4.67	4.63	4.66	4.69	4.72
CHF/PLN	4.90	4.95	4.97	4.96	4.95	4.94	4.91	4.88	4.85	4.89	4.93	4.97
GBP/PLN	5.45	5.49	5.50	5.47	5.45	5.42	5.37	5.32	5.28	5.31	5.33	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 poniżej 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.