

Tygodnik ING

W tym tygodniu posiedzenia Fed, EBC i BoE, kluczowe dane z USA.
Solidne dane o krajowym PKB za 2022.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

30 stycznia 2023



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



W skrócie

- GUS wstępnie szacuje, że w 2022 roku wzrost PKB wyniósł 4,9% vs 6,8% w 2021. To implikuje tempo PKB ponad 2,0%/r w 4kw22. Korzystne warunki pogodowe przełożyły się na wysokie wypełnienie magazynów gazu w Europie, dodatkowo otwarcie w Chinach także wspiera gospodarkę Eurolandu, dlatego widzimy wzrost prognoz PKB. Początek roku 2023 będzie jednak trudny. Sytuacja gospodarcza powinna się poprawiać w 2poł22. O ile Europa nie napotka problemów z zabezpieczeniem źródeł energii na kolejny sezon zimowy (2023/24), to w tym roku spodziewamy się wzrostu gospodarczego o ok. 1%. Powinien temu towarzyszyć szybki spadek CPI, przy uporczywie wysokiej inflacji bazowej. Wg badania NBP odsetek firm planujących podwyżki jest najwyższy w historii. To pokazuje, że 200pb obniżek wycenionych w krzywej dochodowości w PLN to raczej wpływ rynków globalnych niż polskich fundamentów.
- Przed nami prawdopodobnie kluczowy tydzień na rynkach. Odbędą się posiedzenia trzech głównych banków centralnych (Fed, EBC, BoE). Poznamy też ważne dane z amerykańskiej gospodarki (payrolls, ISM). Dotychczasowa komunikacja z Fed raczej zaprzeczała rynkowym oczekiwaniom na obniżki stóp i dlatego dosyć jastrzębi komunikat jest scenariuszem bazowym. Jednak po słabszych danych z USA i spadku inflacji, rynki finansowe będą wyczulone na każde sygnały złagodzenia nastawienia Fed. EBC powinien natomiast połączyć podwyżkę o 50pb z jastrzębim przekazem o konieczności walki z inflacją. Rozczarowanie inwestorów przekazem z ww. posiedzeń może skutkować ponownym spadkiem €/US\$, a także osłabieniem na rynkach długu. SPW powinny jednak radzić sobie nieco lepiej niż np. Bund. W ubiegłym tygodniu zapadło około PLN20mld krajowego długu. Wobec niskiej podaży (zarówno SPW, jak i długu PFR oraz BGK) w styczniu część tych kapitałów mogła jeszcze nie powrócić na rynek.

Kalendarz makroekonomiczny

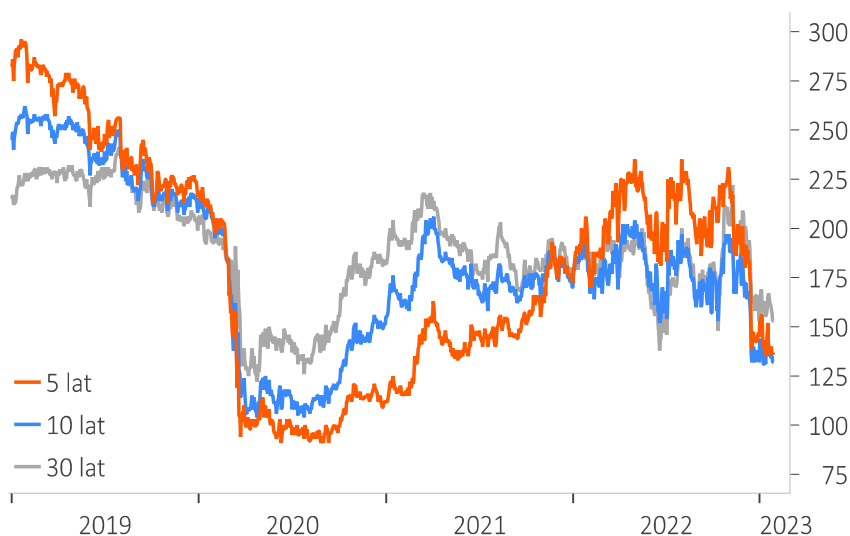
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
31 I	Strefa euro	11:00	PKB kw/kw	IV kw.	-0,1%		0,3%
1 I	Strefa euro	11:00	HICP r/r	I	8,8%		9,2%
			Inflacja bazowa r/r	I	5,1%		5,2%
	USA	16:00	IMS - przetwórstwo	I	48,5pkt.	48,2pkt.	48,4pkt.
		20:00	Decyzja FOMC		+25pb	+25pb	+50pb
2 I	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		4,00%	3,75%	3,50%
	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		2,50%	2,50%	2,00%
3 I	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	I	185tys.	175tys.	223tys.
			Stopa bezrobocia	I	3,6%	3,6%	3,5%
		16:00	ISM - usługi	I	50,0pkt.	50,5pkt.	49,6pkt.

Rynki walutowe – Posiedzenia Fed i EBC okazją do korekty.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

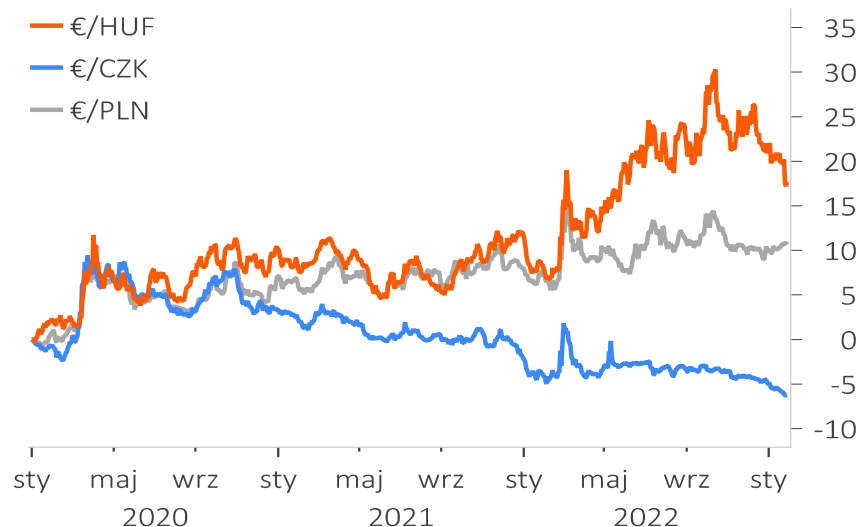


€/US\$:

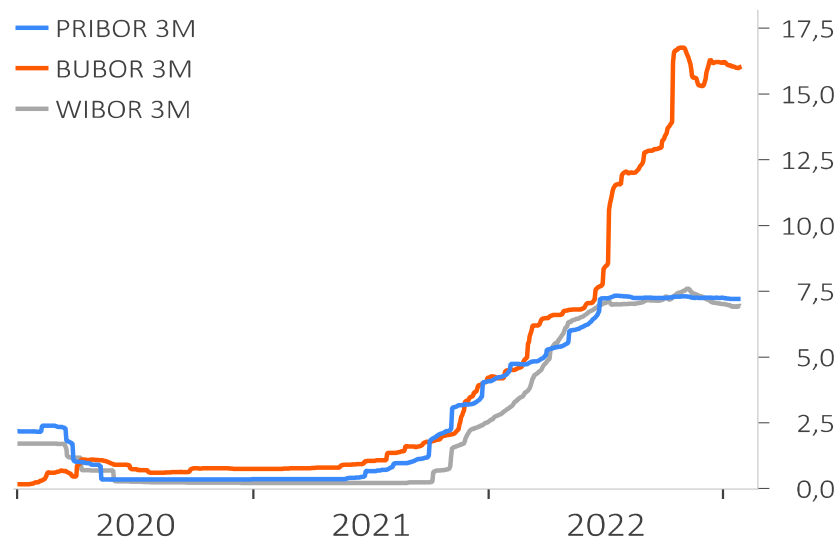
- W ubiegłym tygodniu para €/US\$ przeszła w trend boczny wokół 1,09. Inwestorzy prawdopodobnie nie zdecydowali się na większe zmiany pozycji w oczekiwaniu na odbywające się w tym tygodniu posiedzenia Fed i EBC. Pomogły w tym również dane o koniunkturze ze strefy euro i USA, które w obu przypadkach wypadły nieco lepiej od oczekiwań.
- To kluczowy tydzień na rynkach. Odbędą się m.in. posiedzenia Fed i EBC. W przypadku Fed spodziewamy się podwyżki o 25pb, dotychczasowa komunikacja z Fed raczej zaprzeczająca rynkowym oczekiwaniom na obniżki stóp i dlatego dosyć jastrzębi komunikat jest scenariuszem bazowym. Jednak po słabszych danych z USA i spadku inflacji rynki będą wyczulone na każde sygnały złagodzenia nastawienia Fed. Rynek od wczesnego grudnia wykonał bardzo duży ruch wzrostowy na €/US\$ i nie da się wykluczyć realizacji zysków po posiedzeniach obu banków centralnych. Będzie raczej krótkotrwała, ale może sięgnąć poniżej 1,08.
- Podstawy trendu wzrostowego na €/US\$ pozostają mocne. Fed jest już prawie na końcu cyklu podwyżek. Rynek liczy też, że w obliczu spowolnienia w 2pół23 rozpocznie obniżki. EBC rozpoczął swój cykl dość późno i będzie kontynuował go dłużej. Dodatkowo ostatnio perspektywy PKB w Eurolandzie poprawiły się, a w USA pogorszyły. Mniej korzystne dla dolara jest też otoczenie międzynarodowe, m.in. zniesienie polityki zero-covid w Chinach. Powinno to stanowić wsparcie dla odpływu kapitału z USA na rynki wschodzące. Dlatego uważamy, że w 2kw22 możemy doczekać się poziomów rzędu 1,15. Ryzykiem jest jednak m.in. ponowny wzrost obaw przed konfliktem na Ukrainie, gdy nastąpi oczekiwana przez wielu analityków militarnych kolejna duża ofensywa Rosji.

Rynki walutowe – Wysokie ryzyko osłabienia złotego.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

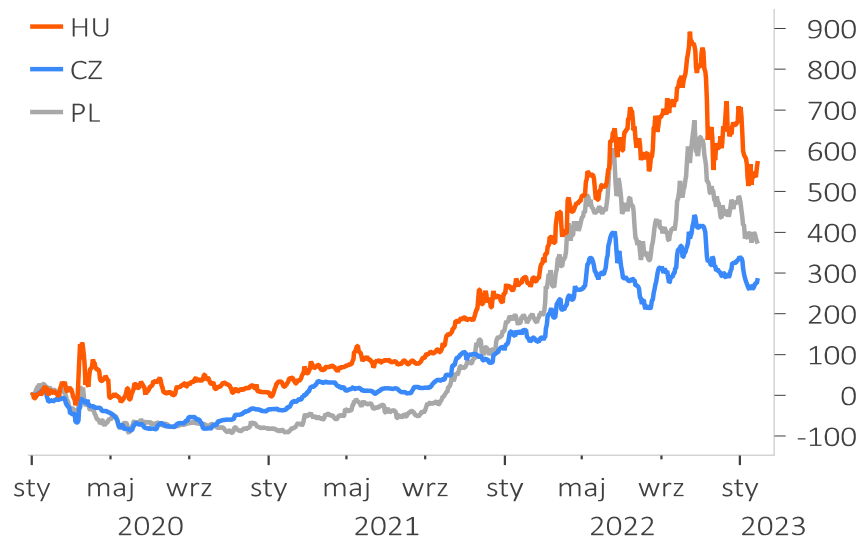


€/PLN:

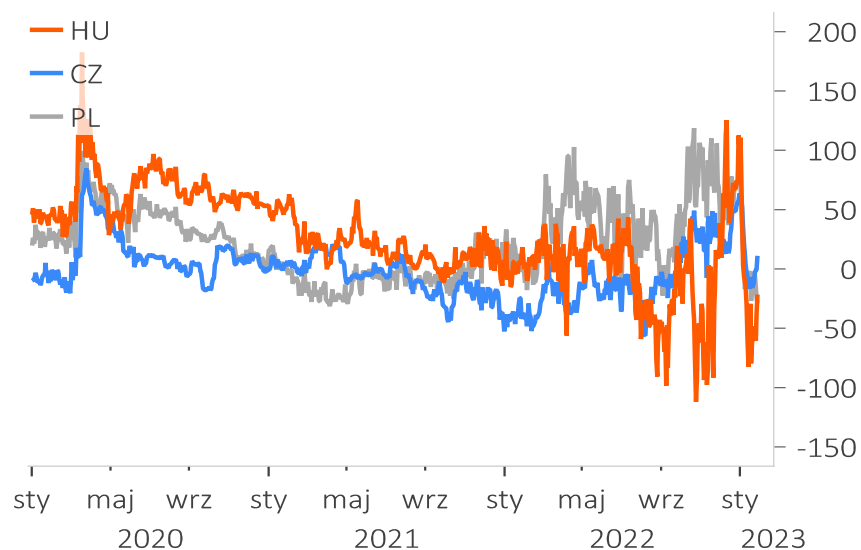
- W ubiegłym tygodniu para €/PLN ustabilizowała się. Kurs co prawda tymczasowo wyłamał się ponad 4,72, ale ponad tym poziomem pojawił się popyt na złotego, który sprowadził kurs znów do 4,71. Złoty kontynuował jednak osłabienie na tle regionu, szczególnie forinta.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu będzie przede wszystkim zależne od ogólnego sentymentu na rynkach i kierunku na €/US\$. Dotychczasowa słabość złotego na tle walut regionu może wynikać m.in. z obaw o konsekwencje orzeczenia TSUE ws. kredytów walutowych. Prawdopodobnie dochodzi też do odbudowy zamykanych pod koniec ubiegłego roku pozycji na osłabienie złotego. Deprecjacji złotego jak na razie w 2023 nie wspierała jednak sytuacja międzynarodowa i osłabiający się dolar. Jeżeli dolar przejdzie w tym tygodniu do umocnienia, to para €/PLN może dość szybko znaleźć się przy 4,74-75. Złoty powinien jednak zyskiwać na tle forinta. Umocnienie HUF względem PLN przynajmniej na razie powinno zatrzymać się po decyzji o obniżeniu ratingu Węgier przez S&P.
- W dalszej części kwartału ryzyko osłabienia złotego (i wzrostu €/PLN do około 4,80) jest również duże. Obawiamy się ogólnego pogorszenia sentymentu dla walut CEE m.in. z uwagi na rosnące ryzyko kolejnej dużej ofensywy Rosji. Ryzykiem lokalnym jest wspomniane orzeczenie TSUE ws. kredytów walutowych (choć pojawiły się doniesienia prasowe, że może się ono opóźnić). Negatywny dla banków wynik może zmusić je do rozpoznania bardzo wysokich strat. Już same problemy banków nie są dla PLN pozytywne, ale może też dojść do domykania wywołanych tą decyzją pozycji walutowych (poprzez sprzedaż złotego np. za euro).

Rynek długu: Wysokie ryzyko korekty.

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



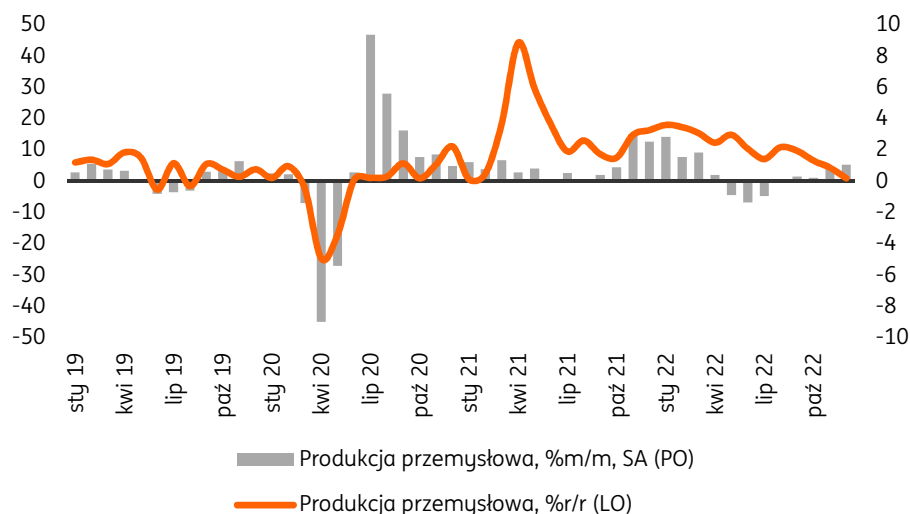
Asset swapy 10L w CEE od 2019



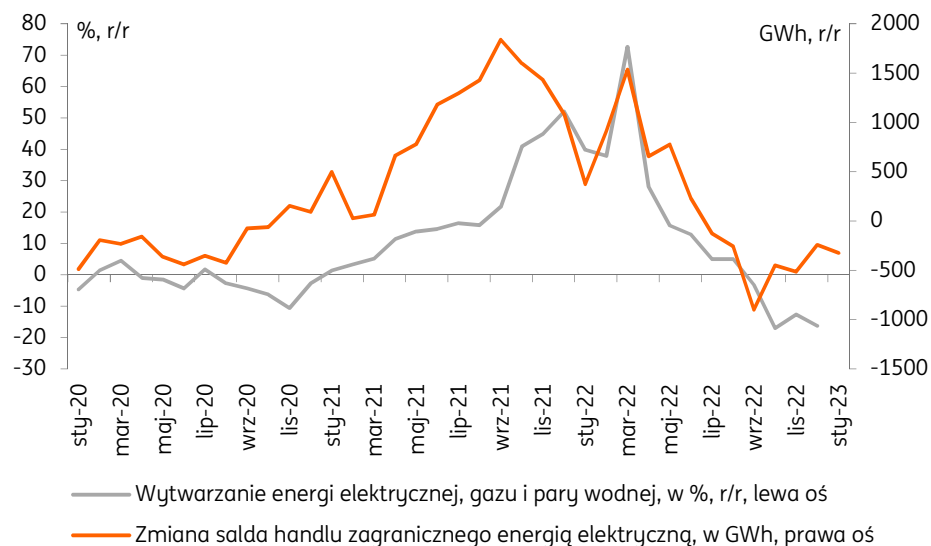
- Papiery z USA i Niemiec rozpoczęły ubiegły tydzień od umocnienia, ale w drugiej połowie tygodnia rentowności znów wzrosły. Ostatecznie dług zakończył tydzień 2-5pb słabiej. SPW jednak umocniły się w ubiegłym tygodniu, To najprawdopodobniej zasługa dużych zapadalności długu w ubiegłym tygodniu (i napływu kapitału na rynek wtórny), przy ograniczonej podaży papierów sektora publicznego.
- Zbliżające się posiedzenia Fed i EBC mogą być okazją do korekty / osłabienia na rynkach długu. Część inwestorów i analityków spodziewa się stosunkowo szybkiego zakończenia cykli podwyżek obu instytucji, co kontrastuje z komentarzami bankierów centralnych. My zakładamy raczej jastrzębi przekaz z obu instytucji, akcentujący konieczność wyhamowania CPI i oczekiwań inflacyjnych. Krótkoterminowo nadal nieco lepszej od rynków bazowych mogą radzić sobie SPW. W ubiegłym tygodniu zapadło około PLN20mld krajowego długu. Wobec niskiej podaży (zarówno SPW, jak i długu PFR oraz BGK) w styczniu część tych kapitałów mogła jeszcze nie powrócić na rynek.
- Duża skala umocnienia obligacji na rynkach bazowych na przełomie roku sugeruje, możliwość korekty / wzrostu rentowności. To w lutym źle rokuje także dla SPW, szczególnie, że dokłada się zbliżająca się decyzja TSUE ws kredytów frankowych, która może uderzyć w kapitały krajowych banków i przejściowo ograniczyć ich skłonność do zakupów SPW. W Polsce przecena długu może być jednak relatywnie krótkotrwała. Ostatnie umocnienie rynków długu w Polsce i zagranicą było tak znaczące, że wielu inwestorów wciąż czeka na spadek cen obligacji, aby pokryć swoje krótkie pozycje w POLGBs, albo zwiększyć portfele obligacji, w oczekiwaniu na spadek inflacji w trakcie roku.

Produkcja przemysłowa hamuje. Nieco lepsze perspektywy na 2023, ale niekorzystny efekt bazy w produkcji energii.

Produkcja sprzedana przemysłu



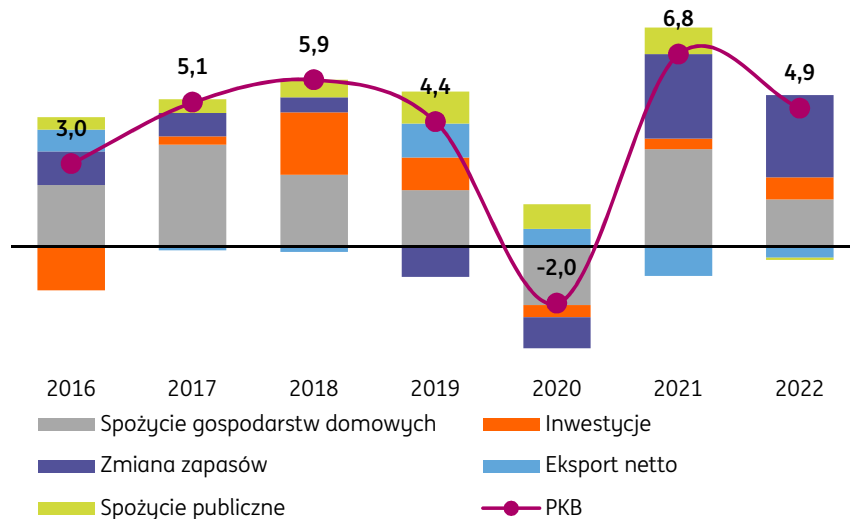
Produkcja energii el. i zmiana jej salda w handlu zagranicznym



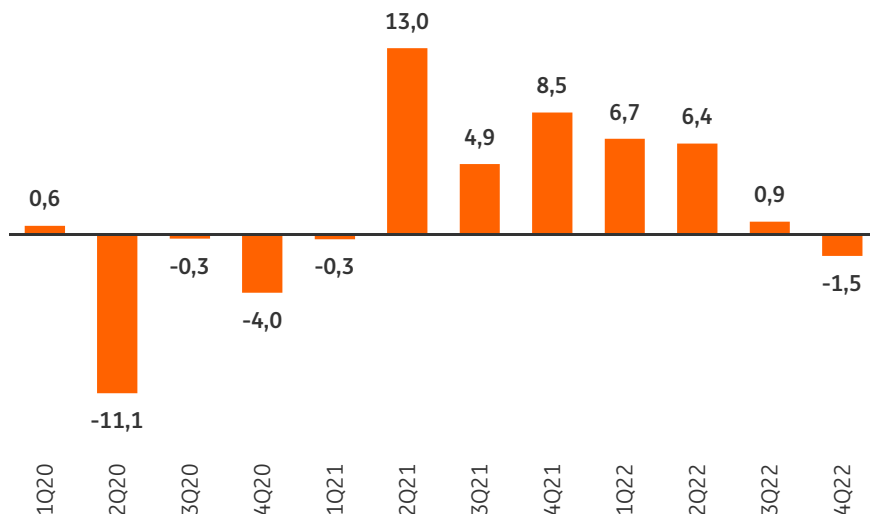
- W grudniu 22 zanotowaliśmy dalsze stopniowe hamowanie produkcji. W ujęciu m/m wciąż notowany jest wzrost - tym razem 0,7% (s.a.)m/m. Był to czwarty miesiąc z rzędu kiedy produkcja wzrosła w ujęciu m/m odsezonowanym, po tym jak wcześniej zanotowaliśmy spadki m/m po wybuchu wojny. W ujęciu r/r utrzymał się wzrost, ale tylko w skali 1%/r vs 4,5%/r/r w lis-22, blisko oczekiwań (ING 1,2%; konsensus 1,7).
- Dzięki poprawie w globalnych łańcuchach dostaw wciąż mocnym punktem polskiej gospodarki są działy eksportowe (automotive, elektronika). Z drugiej słabiej wygląda przemysł ciężki (produkcja energii, metalurgia, chemia), który musi zmagać się z wysokimi cenami energii (przestoje w przemyśle chemicznym i metalurgicznym z powodu drogiego gazu).
- Ostatni spadek cen gazu powinien odblokować część gospodarki, co może wspierać PKB w 1kw23. Z drugiej jednak strony, bardzo negatywnie na produkcję będzie działał efekt wysokiej bazy w produkcji energii z 1poł22, kiedy polska energetyka eksportowała dużo prądu, konkurując z zachodnimi producentami opartymi na drogim gazie.
- Saldo wymiany transgranicznej energią elektryczną zaczęło się istotnie poprawiać od 2kw21 z lokalnymi szczytami we wrześniu 2021 i marcu 2022. Zbiegło się to z nasileniem rosyjskich manipulacji na europejskim rynku gazu, co prowadziło do eksplozji jego cen. Zmiana tego salda stosunkowo dobrze koreluje ze zmianami produkcji przemysłowej w kategorii „Wytwarzanie energii elektrycznej, gazu i pary wodnej”. Trend spadkowy tego salda od 2kw22 ciągnie w dół roczną dynamikę produkcji we wspomnianej kategorii i będzie to kontynuowane w 1poł23 ze względu na wysoką bazę odniesienia z 2022.

Przed nami spowolnienie, ale udany 4kw22 wspiera naszą prognozę PKB powyżej konsensusu.

Zmiana PKB i jej źródła, %r/r, pkt. proc.



Spożycie gospodarstw domowych, %r/r



- Wg szacunku GUS PKB w 2022 wzrósł o 4,9% wobec 6,8% w 2021. Konsumpcja zwiększyła się o 3,0%, a inwestycje o 4,6%. Zmiana stanu zapasów podbiła wzrost gospodarczy o 2,9pp., a ujemny wkład wymiany handlowej wyniósł 0,4pp. Implikuje to wzrost o ponad 2,0%r/r w 4w22. To wyraźne spowolnienie wobec 3,6%r/r w 3kw22, ale koniec roku nie był tak słaby, jak szacował konsensus (1-1.5%r/r).
- Szacujemy, że powodem lepszego od oczekiwań wzrostu w 4kw22 były odbudowa zapasów, eksport oraz inwestycje. Konsumpcja zanotowała silne spowolnienie (-1,5-1,8%r/r), co potwierdza, że inflacja ciąży na realnych dochodach do dyspozycji. Szacujemy, że inwestycje zwiększyły się o 5,1-5,3%r/r. Wg naszych szacunków, w 4kw22 zmiana stanu zapasów miała wciąż istotny wpływ w generowaniu wzrostu gospodarczego (+1,5pp), choć mniejszy niż w 3kw22 (+2,2pp). Z kolei wymiana handlowa miała dodatni (0,9pp) wkład do PKB w wobec z 0,6pp w 3kw22.
- Pomimo wojny w Ukrainie, 2022 dla gospodarki udany, trwała odbudowa po pandemii. Wsparciem koniunktury była poprawa w funkcjonowaniu łańcuchów dostaw oraz napływ uchodźców z Ukrainy. W takim otoczeniu dobrze radził sobie przemysł oraz eksport. Jednocześnie kryzys ekonomiczny i wysoka inflacja spowodowały systematyczne pogarszanie się koniunktury w trakcie roku. Wyhamował wzrost produkcji usług, co należy wiązać z silnym wzrostem cen.
- W 2023 spodziewamy się wzrostu PKB o 1%r/r. Ciepła pogoda przełożyła się na wysokie wypełnienie magazynów gazu w Europie. Pesymistyczne prognozy dla Europy raczej się nie zmaterializują. Powinny temu towarzyszyć szybkie spadek CPI, przy wysokiej inflacji bazowej, co nie pozwoli na obniżki stóp procentowych przed końcem tego roku.

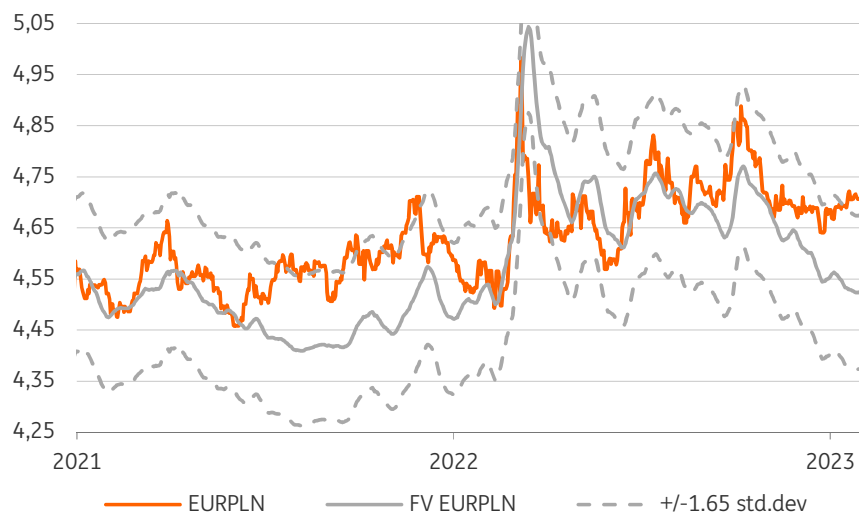
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24
US\$/PLN	4.45	4.44	4.41	4.37	4.12	4.07	4.03	4.13	4.14	4.15	4.21	4.19
€/PLN	4.78	4.80	4.78	4.76	4.74	4.70	4.67	4.63	4.66	4.69	4.72	4.70
CHF/PLN	4.95	4.97	4.96	4.95	4.94	4.91	4.88	4.85	4.89	4.93	4.97	4.90
GBP/PLN	5.49	5.50	5.47	5.45	5.42	5.37	5.32	5.28	5.31	5.33	5.36	5.34

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 utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. 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. Przepuszczamy, że jest to efektem obaw o konsekwencje orzeczenia TSUE ws kredytów walutowych. Także poziom asset swapów utrzymuje się na wysokim poziomie, jednak 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.