

# Tygodnik ING

Mocne dane za styczeń osłabiły wiarę rynków w obniżki stóp Fed w 2poł23.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

6 luty 2023



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



# W skrócie

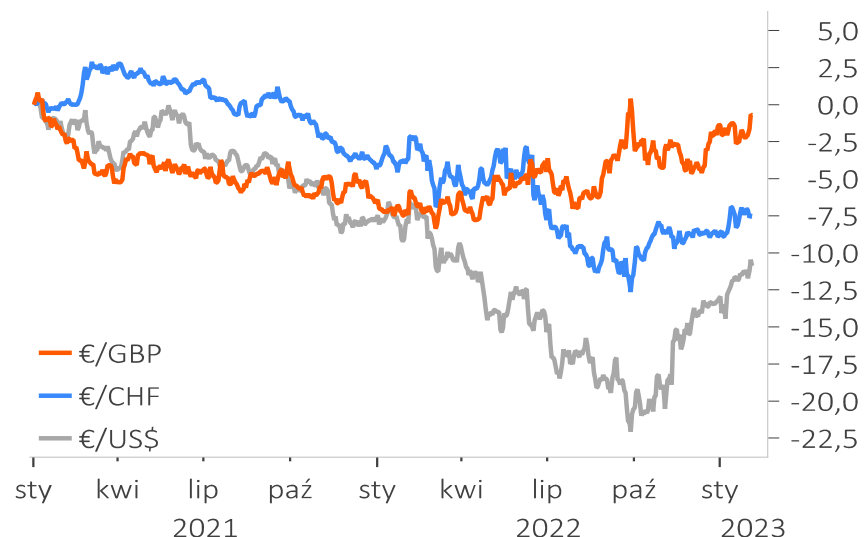
- Ubiegły tydzień przyniósł wysoką zmienność i na rynkach długu i na rynku FX. Najpierw zarówno Fed, jak i EBC nie były w stanie przekonać inwestorów, że pozostają zdeterminowane do walki z inflacją mimo słabnącej koniunktury. Efektem był wzrost oczekiwań na obniżki stóp w 2pol23 i znaczący spadek rentowności po obu stronach oceanu oraz dalsza poprawa nastrojów na rynkach, skutkująca osłabieniem dolara. Inwestorów zaskoczyły jednak piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy.
- Zgodnie z payrolls, w styczniu w gospodarce amerykańskiej powstało aż 517tys. nowych miejsc pracy. To znacznie więcej od konsensusu na poziomie 189tys. i dwukrotnie więcej niż w grudniu, kiedy zatrudnienie w sektorach pozarolniczych wzrosło o 260tys. (korekta w górę z 223tys.). Stopa bezrobocia spadła do 3,4% w styczniu (najniżej od ponad 50 lat), przy konsensusie 3,6% i 3,5% miesiąc wcześniej. Stawki godzinowe (płace) wzrosły o 0,3%*m/m* i 4,4%*r/r*, blisko konsensusu. Wskaźnik aktywności zawodowej wzrósł do 62,4% z 62,3% w grudniu.
- Na ponad pół miliona nowych miejsc pracy w największym stopniu wpłynęły wzrosty w następujących sektorach: rekreacja i hotelarstwo (128tys.), usługi profesjonalne i biznesowe (82tys.), sektor rządowy (74tys.), opieka zdrowotna (58tys.), handel detaliczny (30tys.), budownictwo (25tys.).
- Zaskakująco silny odczyt payrolls wywołał dyskusję nt. metodologii. W ujęciu nieodsezonowanym zatrudnienie/payrolls spadły 2,6 mln w sty-23. Dane które śledzimy to zmiana zatrudnienie/payrolls odsezonowana, co oznacza że skok o 516tys w sty-23 to zasługa statystycznego odsezonowywania, które mogło być zaburzone przez pandemiczne wahania danych.
- Piątkowe dane obniżają prawdopodobieństwo recesji w 2023 oraz wydają się przesądzać o kolejnych podwyżkach stóp procentowych Fed w 1poł23, w tym o 25pb w połowie marca. Bardziej wątpliwe są cięcia stóp w 4kw23, co ostatnio mocno wycenia rynek.
- W opinii Prezesa Fed J. Powella mamy do czynienia z rzadką sytuacją: spadek inflacji konsumenckiej, spowolnienie wzrostu płac, ale wciąż solidna gospodarka i rynek pracy – co jest dobrą informacją.

## Kalendarz makroekonomiczny

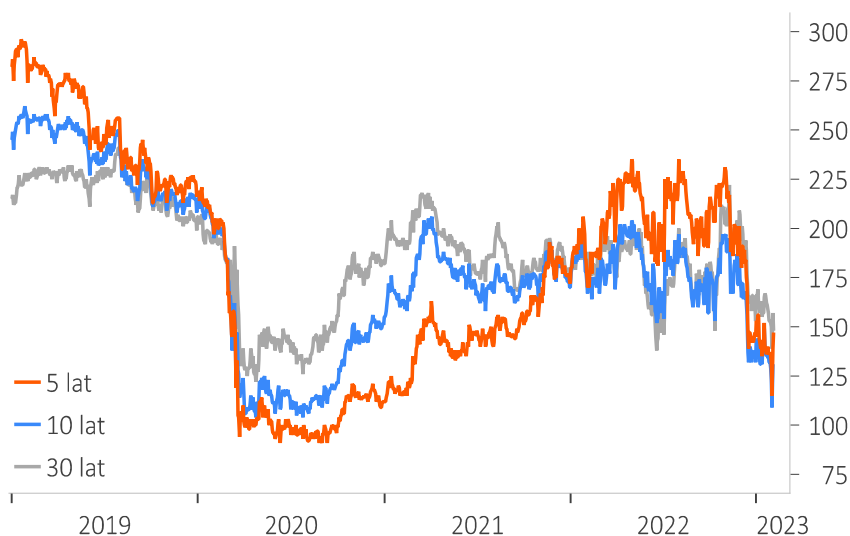
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
7 II	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	XII	-2,0%	-0,6%	0,2%
	<b>USA</b>	<b>18:40</b>	<b>Wystąpienie Prezesa Fed</b>				
8 II	Polska		Decyzja NBP		6,75%	6,75%	6,75%
10 II	USA	16:00	Nastroje gosp. domowych	II	66,0pkt.	65,0pkt.	64,9pkt.

# Rynki walutowe – Korekta / spadek na €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

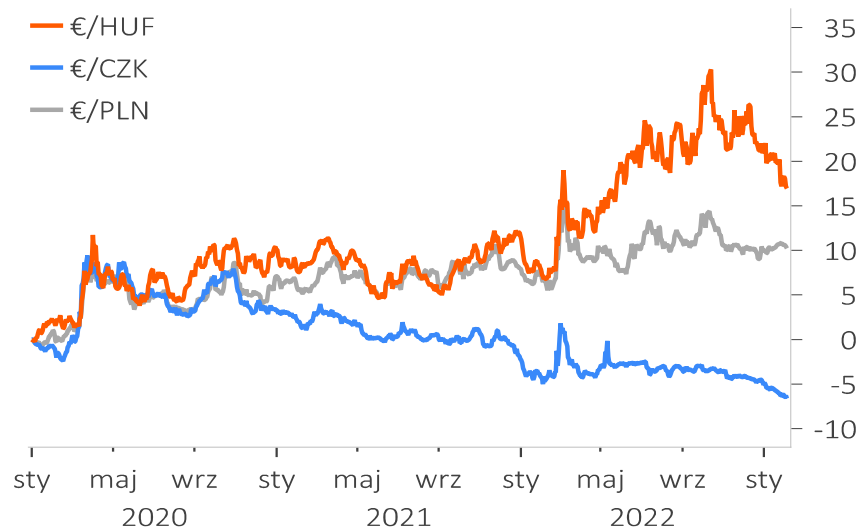


€/US\$:

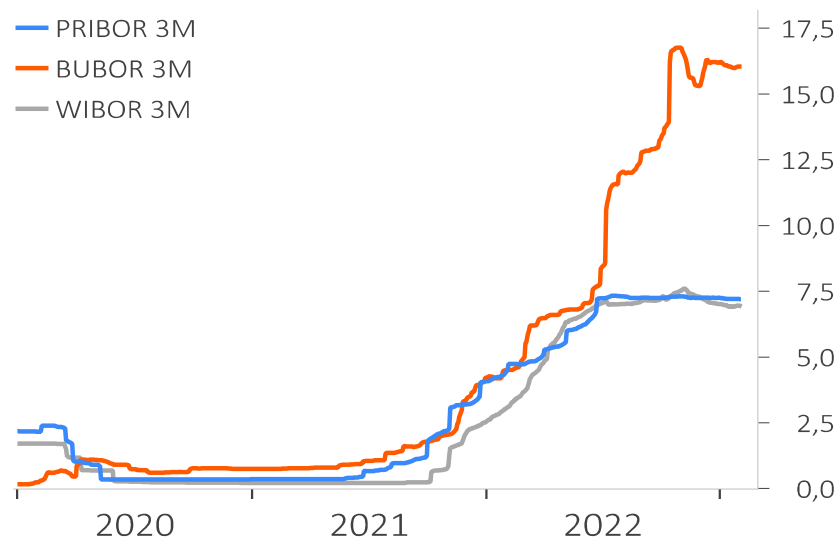
- Ubiegły tydzień przyniósł dużą zmienność na rynkach. Najpierw zarówno Fed, jak i EBC nie były w stanie przekonać inwestorów, że pozostają zdeterminowane do walki z inflacją mimo słabnącej koniunktury. Inwestorów zaskoczyły jednak piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Gigantyczny, jak na ostatnie miesiące, wzrost liczby nowych etatów i poprawa koniunktury w usługach znacząco wyhamowały oczekiwania na szybkie obniżki stóp Fed, wspierając dolara i podnosząc rentowności obligacji. Ostatecznie tydzień zakończył się spadkiem €/US\$ z 1,0870 poniżej 1,08.
- Piątkowe dane z USA mogą mocno zmienić obraz €/US\$. Rynek kontestował jastrzębi przekaz z Fed, bo nie wspierały go dane. Mocna kondycja rynku pracy wzmacnia jednak wiarygodność zapowiedzi braku obniżek stóp w 2pol23. To za mało, aby rynek przekonał się do tego w pełni, ale wątpliwości co do obniżek stóp narastają. Może to sprowadzić kurs do lokalnego wsparcia między 1,07, a 1,0730 na bazie realizacji zysków. W tym tygodniu wsparciem dla dolara będzie dodatkowo spotkanie przedstawicieli USA i Chin, które rodzi obawy czy w obliczu napiętych relacji zakończy się pozytywnie. Z drugiej strony, na dużo większe umocnienie dolara na razie nie liczymy.
- Wzrosły także ryzyka dla naszego scenariusza dla €/US\$ na dłuższy termin. Jeżeli koniunktura w USA pozostanie dobra, to Fed nie zdecyduje się na obniżki stóp w tym roku, jak zapowiadał prezes Powell w ub. tygodniu. Wątpliwości budzą też dane inflacyjne z Europy, które okazały się niższe od oczekiwań. Na bazie pojedynczych danych naszych prognoz nie zmieniamy, ale szanse na wzrost €/US\$ do 1,15 w 2kw23 zdecydowanie spadły.

# Rynki walutowe – Przecena PLN, rynek czeka na TSUE.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

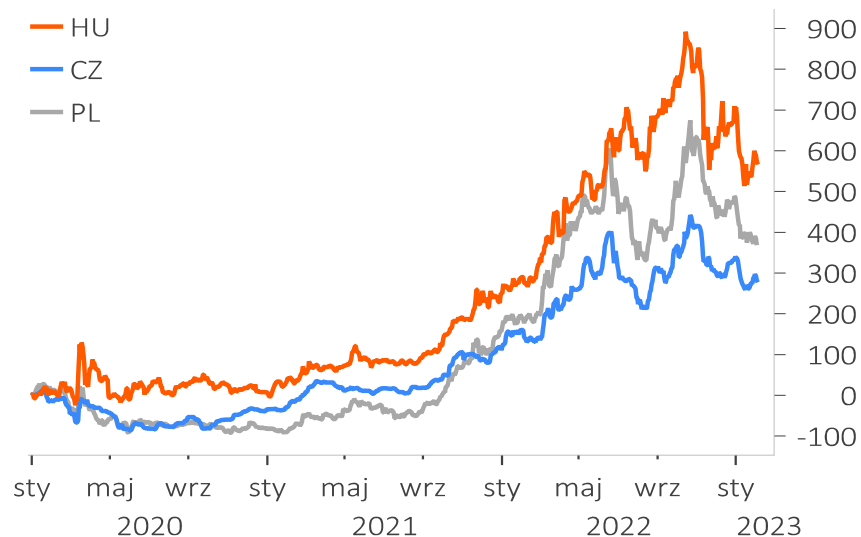


## €/PLN:

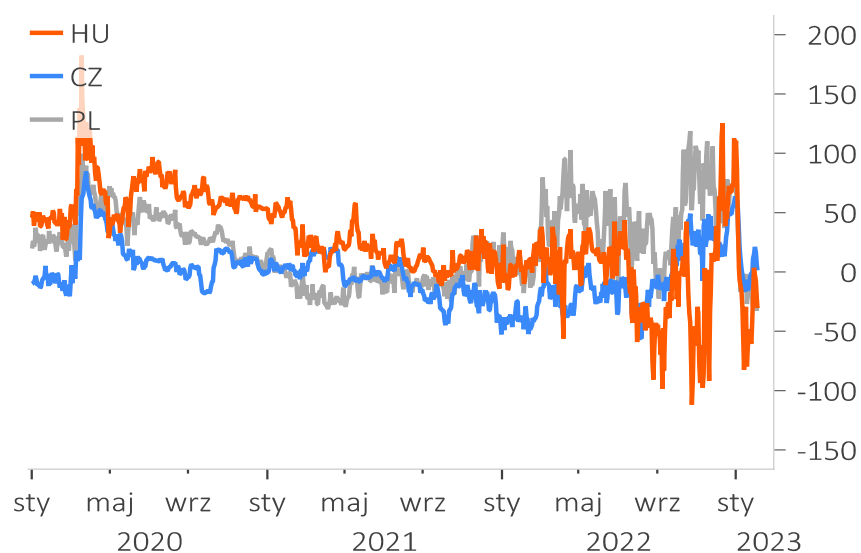
- Do posiedzenia EBC zmienność złotego była w ubiegłym tygodniu mała. Mało przekonujący przekaz z Rady Prezesów wsparł jednak waluty CEE (m.in. dzięki wyższym niż w strefie euro stopom), co spowodowało spadek €/PLN do 4,68. Umocnienie dolara w piątek po payrolls (dzięki spadkowi oczekiwań na obniżki stóp w USA w 2poł23) zahamowało jednak ten ruch i ostatecznie para €/PLN zakończyła tydzień przy 4,72.
- Umacniający się dolar zdecydowanie wspiera nasz scenariusz osłabienia złotego w lutym. Spadek €/US\$ na ogół oznacza osłabienie walut CEE, ale złotemu szkodzą też czynniki lokalne. Niepokój na rynku przed orzeczeniem TSUE ws kredytów frankowych (spodziewanej na przyszły tydzień) będzie tylko rósł. Inwestorzy boją się o stabilność krajowych banków oraz ich zdolność do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu. Pierwszy techniczny opór jest praktycznie na obecnych poziomach, kolejny to 4,75, tj. szczyty sprzed dwóch tygodni.
- Nadal też oczekujemy, że kurs €/PLN może dotrzeć do 4,80 pod koniec miesiąca lub w marcu. Bez wsparcia w postaci osłabienia dolara możemy zobaczyć efekty odbudowy pozycji na osłabienie złotego w tym roku. Działo się to prawdopodobnie cały styczeń, kiedy złoty osłabiał się na tle regionu, np. względem HUF. Powodów tego jest kilka. Poczynając od TSUE, a kończąc na obawach o konsekwencje kolejnej dużej ofensywy Rosji, przed czym od miesięcy ostrzegają analitycy wojskowi, jak i sama armia Ukrainy. Nie pomagają też stabilne stopy NBP, w sytuacji gdy EBC swoje ciągle podnosi.

# Rynek długu: Duże ryzyko osłabienia SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- W ubiegłym tygodniu SPW zachowywały się praktycznie w oderwaniu od rynków bazowych. Rozpoczęły tydzień słabiej, by umocnić się w jego drugiej połowie, także mimo osłabienia np. Treasuries po bardzo mocnym wyniku payrolls. Ostatecznie 2latki zakończyły tydzień prawie bez zmian, a 10latki około 10pb mocniej.
- Krótkoterminowe perspektywy SPW są raczej negatywne. Możemy zobaczyć jeszcze wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Technicznie pierwsze mocne opory dla rentowności np. Treasuries są już jednak dość blisko i na razie na duże zmiany sytuacji na tym rynku się nie zanoszą. Po jednorazowych zaskoczeniach payrolls, czy ISM wiara rynku w obniżki np. Fed w 2pół23 spadła, ale pojawiają się wątpliwości co do wiarygodności styczniowego wzrostu payrolls. Problemem jest jednak sytuacja lokalna. Z jednej strony czeka nas orzeczenie TSUE, które może uderzyć w banki (nowe duże rezerwy) i zahamować ich zakupy SPW na jakiś czas. Z drugiej, w lutym spodziewamy się zdecydowanie mniej korzystnej sytuacji podaźowej. Nie ma dużych zapadalności, a oferta SPW i innych papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa będzie wyraźnie wyższa jak w styczniu.
- Nadal uważamy jednak, że ew. przecena SPW będzie 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. Nie da się też nie zauważyć globalnej dezinflacji, która cały czas wspiera oczekiwania na obniżki stóp w 2pół23 zarówno w kraju, jak i na rynkach bazowych.

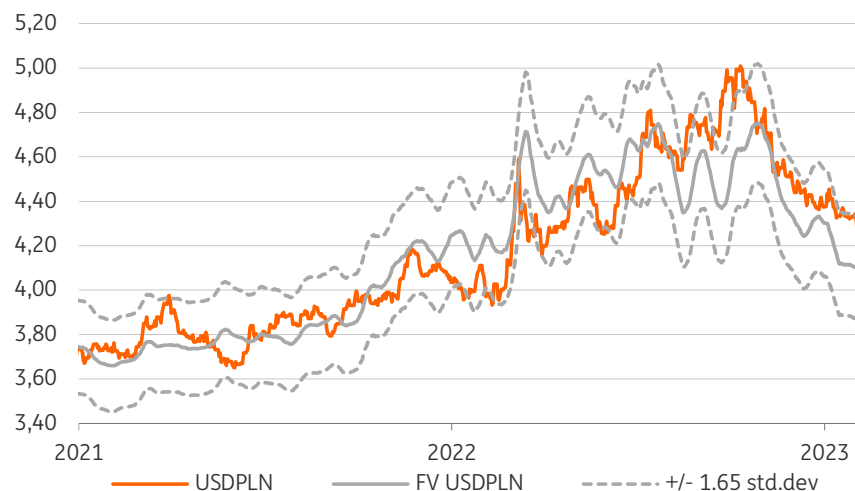
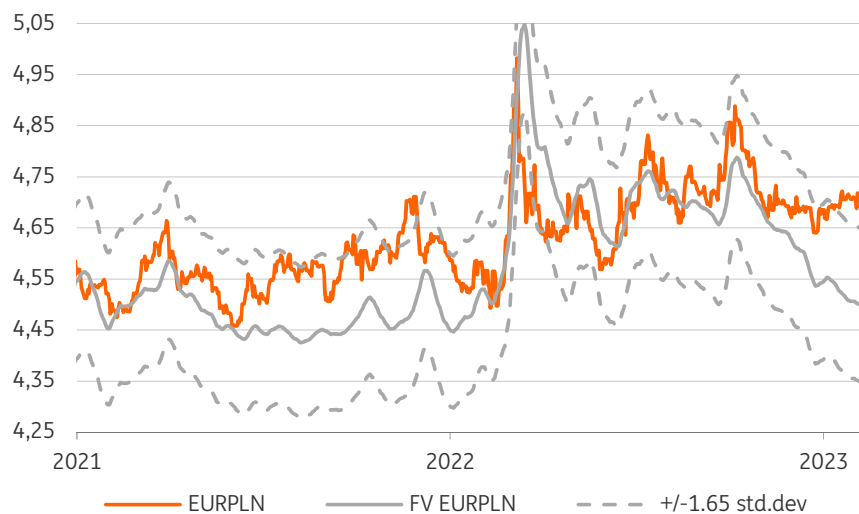
# Prognozy walutowe.

## 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](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)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto: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.