

# Tygodnik ING

**Inflacja w USA może bardziej osłabić wiarę rynku w szybkie obniżki Fed. TSUE znów wypowie się o kredytach walutowych.**

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

13 luty 2023



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



# W skrócie

- W ubiegłym tygodniu presja na spadek €/US\$ wyraźnie osłabła, ale nie wygasła. Katalizatorem była seria zdecydowanie lepszych od oczekiwań danych z USA i spadek oczekiwań na obniżki stóp Fed w tym roku. W ubiegłym tygodniu nasiliła się natomiast presja na złotego. Powodów tego jest kilka: od niesprzyjającego dla walut CEE umocnienia dolara, czy niepokoju o sytuację na Ukrainie, po obawy przed zbliżającą się decyzją TSUE ws. kredytów walutowych. Złoty cały czas tracił też na tle regionu, np. względem HUF.
- W tym tygodniu mamy kilka dużych wydarzeń zagranicznych, przede wszystkim inflację w USA. Oczekiwana ścieżka stóp w USA od ww. danych się podnosi (wyceniany moment rozpoczęcia obniżek Fed odsuwa się w czasie). Inflacja może ten trend zatrzymać lub jeszcze wzmocnić. Spodziewamy się wyników zgodnych z oczekiwaniami, ale ryzyko może być po wyższej stronie. Problemem jest m.in. wzrost cen używanych aut w portalach internetowych, co teraz może przełożyć się na inflację bazową. To kluczowe np. z punktu widzenia €/US\$, gdzie pojawiają się sygnały, że korekta spadkowa może być głębsza (nawet okolice 1,04).
- W kraju uwagę rynku raczej zdeterminuje czwartkowe wystąpienie rzecznika TSUE, które określi kierunek ostatecznego orzeczenia. Inwestorzy boją się niekorzystnego dla krajowych banków wyniku, co może je m.in. na jakiś czas skłonić do ograniczenia zakupów SPW. To wszystko odbywa się w miesiącu o stosunkowo wysokiej podaży i braku zapadalności krajowego długu.

## Kalendarz makroekonomiczny

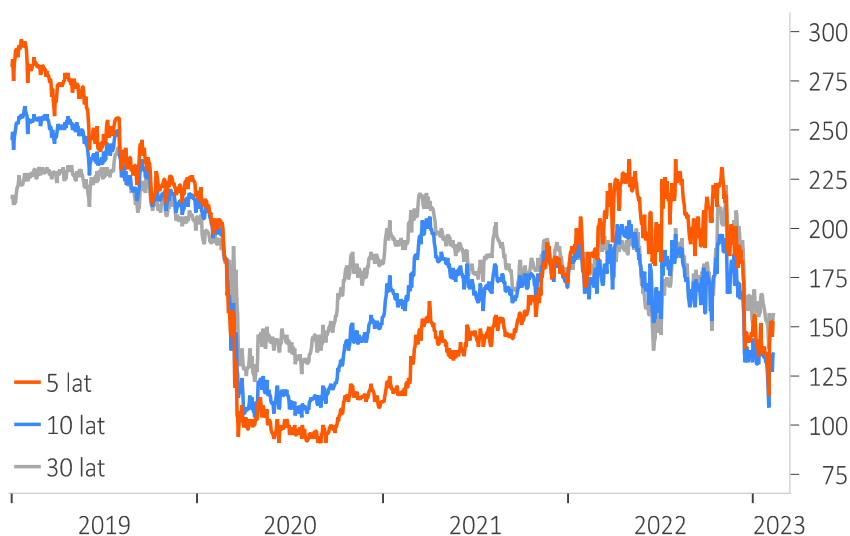
| Data  | Kraj          | Godzina      | Wydarzenie   | Okres    | Prognoza ING | Konsensus    | Poprzednio   |
|-------|---------------|--------------|--|----------|--------------|--------------|--------------|
| 14 II | Polska        | 10:00        | PKB r/r  | IV kw.   | 2,3%         | 2,2%         | 3,6%         |
|       | Strefa euro   | 11:00        | PKB r/r  | IV kw.   | -            | 1,9%         | 1,9%         |
|       | <b>USA</b>    | <b>13:30</b> | <b>CPI r/r</b>   | <b>I</b> | <b>6,4%</b>  | <b>6,2%</b>  | <b>6,5%</b>  |
|       |               |              | <b>Inflacja bazowa r/r</b>                                 | <b>I</b> | <b>5,5%</b>  | <b>5,5%</b>  | <b>5,7%</b>  |
| 15 II | UK            | 8:00         | CPI r/r  | I        | 10,2%        | 10,2%        | 10,5%        |
|       |               |              | Inflacja bazowa r/r  | I        | 6,2%         | 6,2%         | 6,3%         |
|       | <b>Polska</b> | <b>10:00</b> | <b>CPI r/r</b>   | <b>I</b> | <b>18,1%</b> | <b>17,6%</b> | <b>16,6%</b> |
|       | USA           | 14:30        | Sprzedaż detaliczna m/m                                    | I        | 2,0%         | 1,8%         | -1,1%        |
|       |               | 15:15        | Produkcja przemysłowa m/m                                  | I        | 0,8%         | 0,6%         | -0,7%        |
| 16 I  | USA           | 14:30        | PPI r/r  | I        | 5,5%         | 5,5%         | 6,2%         |
|       | <b>Polska</b> |              | <b>TSUE o kredytach walutowych – wystąpienie rzecznika</b> |          |              |              |              |

# Rynki walutowe – Rynek czeka na CPI z USA.

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



## Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

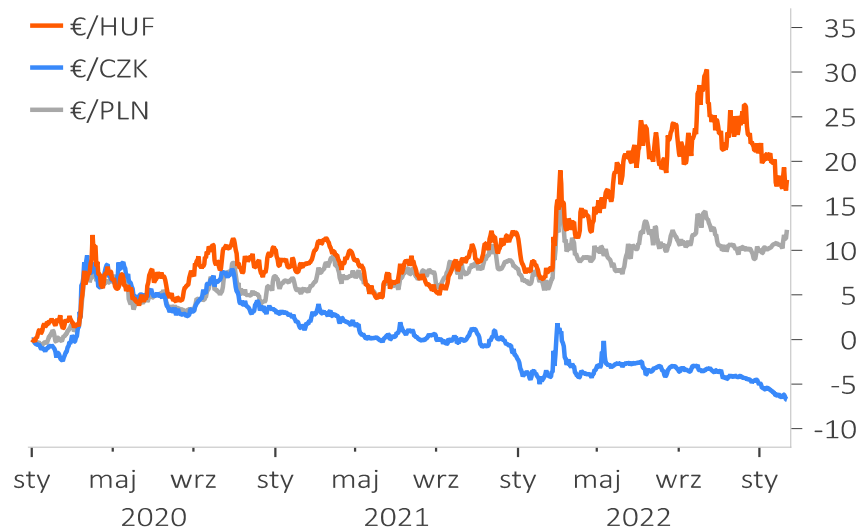


## €/US\$:

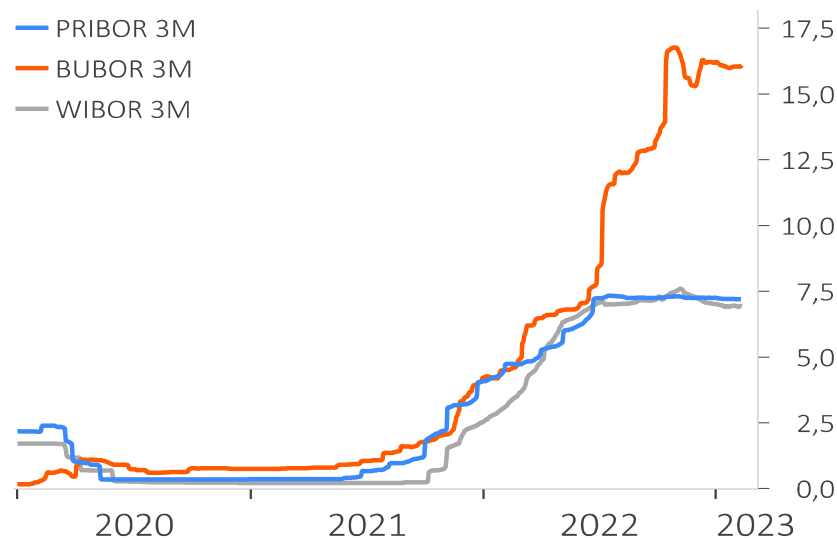
- W ubiegłym tygodniu presja na spadek €/US\$ wyraźnie osłabła, ale nie wygasła. Kurs przesunął się z niecałych 1,08 lekko poniżej 1,07. To nadal w dużej mierze korekta po silnym osłabieniu dolara rozpoczętym jeszcze w ubiegłym roku. Katalizatorem była seria zdecydowanie lepszych od oczekiwań danych z USA (payrolls i ISM), które wyraźnie ograniczyły oczekiwania na obniżki stóp Fed w tym roku.
- Sytuacja techniczna (para oparła się na dolnym zakresie pasma Bollingera na danych dziennych) sugeruje, że na wiele większy spadek na początku tygodnia się nie zanoszą. Kluczowe dla dalszego zachowania będą jednak jutrzejsze dane o CPI z USA. Spodziewamy się wyników mniej więcej zgodnych z oczekiwaniami (spowolnienie CPI i przede wszystkim inflacji bazowej), co powinno sprzyjać stabilizacji kursu blisko 1,07. Inwestorzy będą jednak wyczuleni na większe zaskoczenia, zarówno w górę jak i dół. Od strony technicznej obecne spadki kursu to tylko korekta w większym trendzie wzrostowym, ale w razie wyższej inflacji, zejście do okolic 1,04 jest możliwe. Zaskoczenia po niższej stronie sugerują natomiast powrót do 1,08 i potem 1,10.
- Nadal jednak w dłuższym terminie widzimy raczej wzrosty €/US\$. Fed może nie rozpocząć obniżek stóp tak szybko jak jeszcze niedawno wyceniał to rynek, ale i tak obędzie się to zarówno wcześniej, jak i mocniej, niż spodziewane poluzowanie EBC. Mocniejsza koniunktura w Eurolandzie i silne obawy EBC o efekty drugiej rundy są tu kluczowym czynnikiem. Dolarowi nie sprzyja ponadto wzrost apetytu na ryzyko. Odejście Chin od polityki zero-Covid wspiera popyt na waluty EM kosztem dolara. Dlatego nadal widzimy wzrost €/US\$ nawet do 1,15 w 2pół23.

# Rynki walutowe – Duża zmienność po orzeczeniu TSUE.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

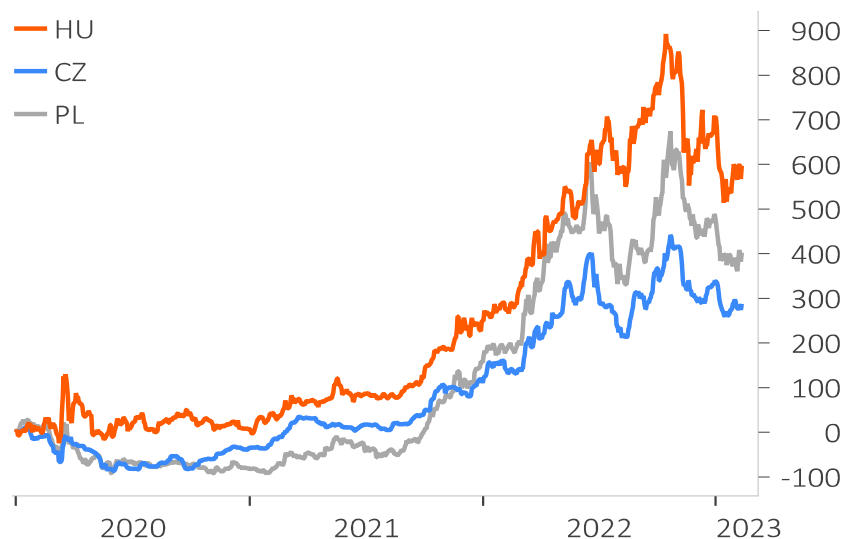


## €/PLN:

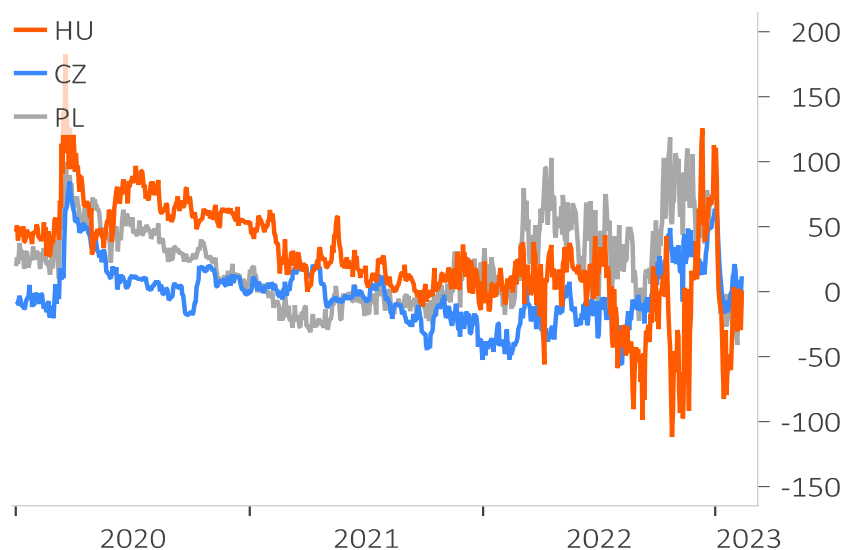
- W ubiegłym tygodniu nasiliła się presja na złotego. €/PLN wzrósł z 4,72 do 4,78. Powody to: od niesprzyjającego dla walut CEE umocnienia dolara, czy niepokoju o sytuację na Ukrainie, po obawy przed zbliżającą się decyzją TSUE ws. kredytów walutowych. Złoty cały czas tracił też na tle regionu, np. względem HUF, co pokazuje, że także czynniki lokalne, a nie tylko spadek €/US\$, miały tu znaczenie.
- W tym tygodniu zachowaniem złotego powinny kierować dwa czynniki: kierunek na €/US\$ i reakcja na orzeczenie TSUE ws. kredytów frankowych (czwartek). Do decyzji TSUE €/PLN powinien pozostać pod presją wzrostową, docierając od 4,80-82. Złoty najprawdopodobniej pozostanie też słaby na tle regionu. Dokłada się do tego przekaz z NBP, który nie ograniczył oczekiwań na obniżki stóp jeszcze w tym roku. W drugiej części tygodnia to przede wszystkim TSUE wyznaczy kierunek dla złotego. Zapowiedź niekorzystnego dla banków werdyktu może wspierać dalszą deprecjację, a bardziej rozmyta decyzja, kładąca większy nacisk na decyzje sądów polskich, umocnienie PLN. Trudno przy tym powiedzieć na ile obawy o wyrok są już w cenach, więc w obu przypadkach zmienność może być wysoka.
- W naszej ocenie fundamenty złotego są jednak solidne i PLN ma szansę na umocnienie w stronę 4,70 lub nawet poniżej w dalszej części roku. Poprawiające się perspektywy eksportu (mniejsze obawy o koniunkturę w Europie) oraz taniejące surowce energetyczne (spadki cen gazu) dają podstawy do zawężenia się deficytu handlowego. Jednocześnie wysoka inflacja bazowa to ważny argument przeciw cięciom stóp w skali wycenianej przez rynek.

# Rynek długu: Stromienie krzywej SPW.

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



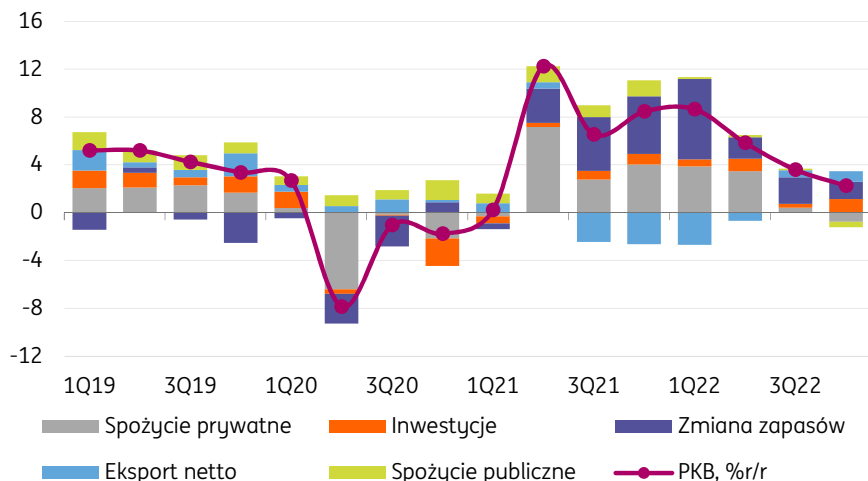
Asset swapy 10L w CEE od 2019



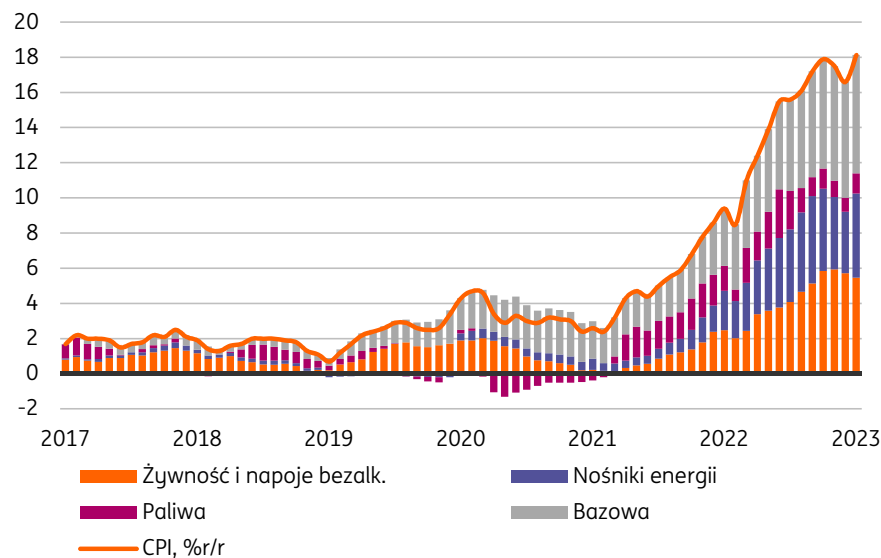
- Na bazowych rynkach długu w ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy dalsze wzrosty rentowności. To kontynuacja trendu zapoczątkowana serią lepszych od oczekiwań danych z USA i zmniejszeniem skali wycenianych przez rynek obniżek stóp Fed w tym roku. Krzywe w USA i Niemczech podniosły się o 15-20pb. SPW podążyły za rynkami bazowymi, ale tradycyjnie przy większej zmienności. Rentowności podniosły się mniej więcej równoległe o 40pb. Trudno przy tym ocenić na ile to kwestia słabej płynności, a na ile obaw np. przed zbliżającym się orzeczeniem TSUE.
- W najbliższych dniach sytuację na rynkach bazowych zdeterminują prawdopodobnie jutrzejsze dane CPI z USA. W przypadku SPW nadal spodziewamy się raczej stromienia krzywej SPW. Krajowy dług, szczególnie z długiego końca, powinien także w najbliższym czasie radzić sobie słabiej niż np. papiery niemieckie. W lutym i marcu sytuacja podażowa będzie raczej niekorzystna (wysokie podaże SPW i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa przy braku zapadalności). Ryzykiem jest też zbliżająca się decyzja TSUE (czwartek). Negatywny dla banków wynik może na jakiś czas mocno ograniczyć ich popyt na dług. Z kolei utrzymują się natomiast oczekiwania na obniżki stóp NBP w 2poł23.
- Wciąż jednak wielu inwestorów czeka na spadek cen obligacji, aby pokryć swoje krótkie pozycje w POLGBs lub zwiększyć portfele obligacji, w oczekiwaniu na spadek inflacji w trakcie roku. Globalna dezinflacja cały czas wspiera oczekiwania na obniżki stóp w 2poł23 na rynkach bazowych i podobny ruch w kraju. To czynniki, które ograniczą wzrost rentowności, nawet w przypadku niekorzystnego wpływ wyroku TSUE na rynek długu.

# Wzrost inflacji CPI przed dezinflacją w dalszej części roku.

## Struktura PKB (%r/r)



## Struktura CPI (%r/r)



Źródło: GUS, ING.

- Wśród krajowych danych makro w tym tygodniu największą uwagę przykuje odczyt styczniowej inflacji i wstępny szacunek PKB za 4kw22. O ile w przypadku PKB mamy sporo informacji dzięki publikacji szacunku wzrostu gospodarczego za cały rok, to prognoza styczniowej inflacji obarczona jest wyjątkowo wysoką niepewnością.
- Dane za cały 2022 oraz wcześniejsze dane kwartalne implikują wzrost PKB w 4kw22 nieco powyżej 2% (nasza prognoza punktowa: 2,3%/r). Ostatni kwartał ubiegłego roku przyniósł dalsze osłabienie koniunktury, a konsumpcja obniżyła się w ujęciu rocznym. Towarzyszył temu nadal solidny wzrost inwestycji oraz pozytywne wkłady ze strony zmiany stanu zapasów oraz wymiany handlowej z zagranicą. W 1kw23 spodziewamy się spadku PKB w ujęciu r/r, w okolicach 1%, chociaż jeszcze niedawno obawialiśmy się gorszego wyniku (-2%/r).
- Wstępny szacunek CPI za styczeń będzie bazował jeszcze na wagach z 2022, a sama publikacja będzie miała okrojony charakter. Prognozujemy, że w styczniu ceny konsumpcyjne wzrosły o 18,1%/r, po wzroście o 16,6%/r w grudniu. Przyspieszenie wzrostu cen w ujęciu rocznym wynikało naszym zdaniem w głównej mierze ze wzrostu cen nośników energii. Od początku 2023 przywrócono podstawową stawkę VAT (23%) na energię elektryczną, gaz i ogrzewanie. Pomimo działań na rzecz stabilizacji cen netto, przekłada się to na wzrost rachunków dla gospodarstw domowych. Wzrost rocznego tempa wzrostu nastąpił także w przypadku cen paliw (w styczniu 2022 odnotowaliśmy spadek o blisko 5%/m). Prognozujemy także dalszy wzrost inflacji bazowej.
- Po szczycie w lutym (~20%/r) w dalszej części roku oczekujemy dezinflacji do ok. 10%/r na koniec 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.