

Tygodnik ING

Solidna koniunktura w USA sugeruje podwyżki Fed również po marcu. W tym tygodniu decyzja RPP, ale zmian stóp nie będzie.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

7 marca 2023



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



W skrócie

- Wydarzeniem tygodnia będzie publikacja raportu o amerykańskim rynku pracy. Dane obarczone są dużą niepewnością bo bardzo wysoki styczniowy wzrost zatrudnienia był m.in. efektem statystycznego odsezonowywania. Wciąż jednak inne sygnały z gospodarki wskazują, że rynek pracy jest mocny i scenariusz recesji o wiele mniej realny niż rynek ocenił na początku stycznia. Taki wynik wpisze się w dominująco ostatnio narrację „wyższe stopy procentowe na dłużej”, ale powrót Fed do podwyżki stóp o 50bp w marcu nie jest naszym zdaniem konieczny. Wyceny rynkowe sugerują raczej podwyżkę o 25pb, tak jak na początku lutego.
- Dzisiaj rozpoczęło się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP), a w środę poznamy jej decyzję w sprawie stóp procentowych. Podobnie jak konsensus oczekujemy, że stopy NBP pozostaną bez zmian (główna: 6,75%). Poznamy także główne zmienne z marcowej projekcji makroekonomicznej. W 4kw22 inflacja była niższa niż zakładana w listopadowej projekcji, a szczyt w 1kw23 będzie również najprawdopodobniej na niższym poziomie niż oczekiwano jesienią. Z uwagi na niższy punkt startowy oraz dalsze spadki cen surowców ścieżka inflacji będzie niższa niż w listopadowej projekcji.
- W naszej ocenie, na uporczywie wysokim poziomie będzie się jednak kształtowała inflacja bazowa, co uniemożliwi RPP obniżki stóp procentowych przed końcem 2023. Zwracamy także uwagę, że w wystąpieniach medialnych, w lutym prezes NBP studził oczekiwania na szybkie cięcia stóp, mówił że to może nastąpić raczej w 2024 roku, a „dobry poziom” inflacji zobaczymy dopiero w 2025 roku. Także wzrost rynkowych oczekiwań na podwyżki poza Polską nie pozwalają na zbytne złagodzenie języka RPP.
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania pary w trendzie bocznym, bliżej 1,06. Dane z USA powinny potwierdzić, że Fed może kontynuować stóp również po marcu. Dokładają się do tego korzystne wskaźniki koniunktury z USA, czy wątpliwości co do skali poprawy koniunktury w Chinach w tym roku. To prawdopodobnie jednak za mało, aby sprowadzić €/US\$ znów do dołków na 1,0550, w sytuacji gdy podniosły się oczekiwania na podwyżki stóp EBC.

Kalendarz makroekonomiczny

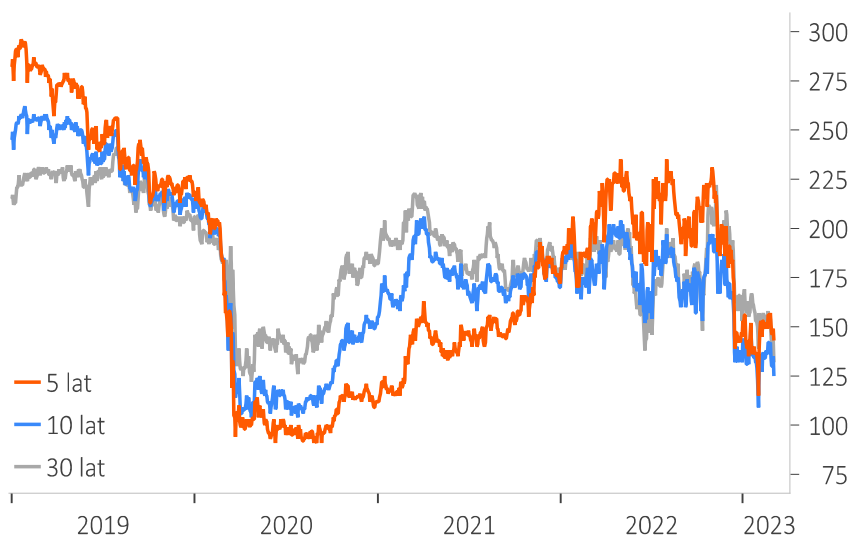
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
07 III	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	I	-	-1,0%	3,2%
08 III	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	I	1,0%	1,5%	-3,1%
	USA	14:15	Zatr. w sektorze prywatnym (ADP)	II	240tys.	190tys.	106tys.
	Polska		Decyzja RPP i wstępny opis projekcji		b.z.	b.z.	b.z.
10 III	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrlls)	II	200tys.	220tys.	517tys.
			Stopa bezrobocia	II	3,4%	3,4%	3,4%

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

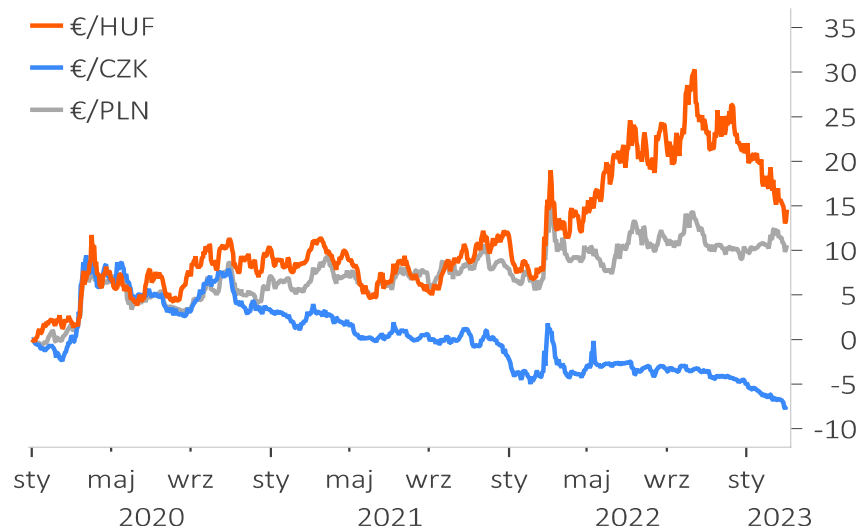


€/US\$:

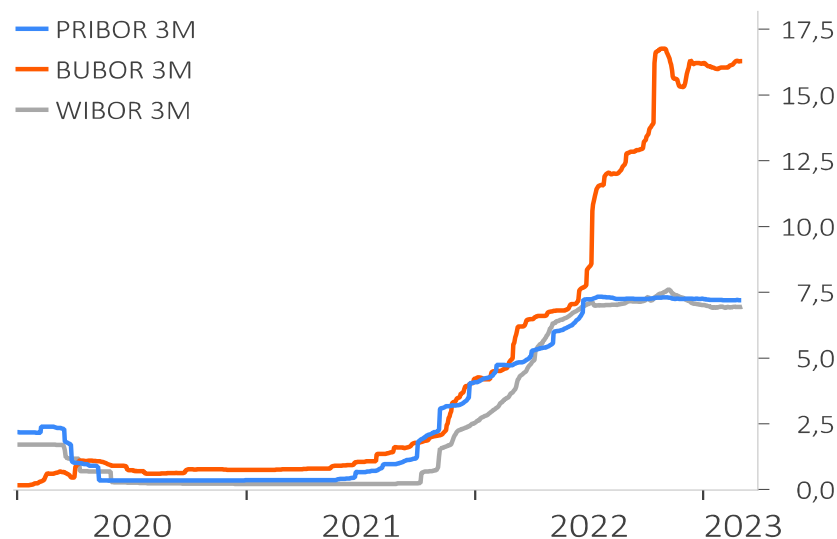
- Para €/US\$ rozpoczęła ubiegły tydzień od dołków na 1,0550. w trakcie tygodnia kurs odbił niemal do 1,07 wczoraj. Dane z USA pozostały stosunkowo mocne, wspierając scenariusz kolejnej podwyżki stóp Fed również w maju. Jednak inflacja ze strefy euro zaskoczyła dużo wyższym wzrostem, co sugeruje, że EBC będzie „gonił” Fed i podniesie stopy wyżej i potem utrzyma na dłużej niż wyceniał to dotychczas rynek.
- W tym tygodniu poznamy payrolls. Podobnie jak konsensus zakładamy znaczące spowolnienie wzrostu nowych etatów po bardzo udanym styczniu. Nadal jednak powinien to być stosunkowo solidny odczyt, potwierdzający, że Fed może kontynuować podwyżki stóp również po marcu. Dokładają się do tego korzystne wskaźniki koniunktury, m.in. piątkowy ISM dla sektora usług, czy wątpliwości co do skali poprawy koniunktury w Chinach w tym roku (Chiny przyjęły niższy cel dla wzrostu niż zakładał rynek, akcentując przy tym technologię, a nie inwestycje). To prawdopodobnie jednak za mało, aby sprowadzić €/US\$ znów do dołków na 1,0550, w sytuacji gdy podniosły się oczekiwania na podwyżki stóp EBC. Dlatego w tym tygodniu spodziewamy się raczej utrzymania pary w trendzie bocznym, bliżej 1,06.
- Lepsze od oczekiwań dane z USA za styczeń podnoszą ryzyko dla naszej prognozy €/US\$ na 2kw23. Różnica stóp między USA i strefą euro nadal wskazuje na powrót €/US\$ ponad 1,10 w perspektywie kolejnego kwartału, a dane inflacyjne ze strefy euro to argument za wydłużeniem cyklu podwyżek także w Europie. Dużo jednak będzie zależeć też od koniunktury m.in. w Chinach. Dalsza odbudowa aktywności może wywołać kolejną falę odpływu kapitałów z USA na rynki wschodzące, przyspieszając wzrost €/US\$.

Rynki walutowe – Kolejna fala przeceny PLN może być blisko

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

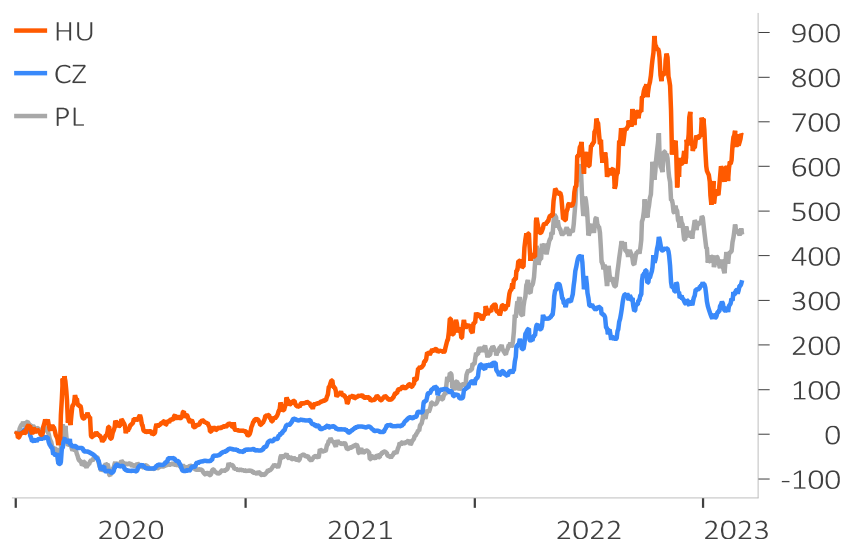


€/PLN:

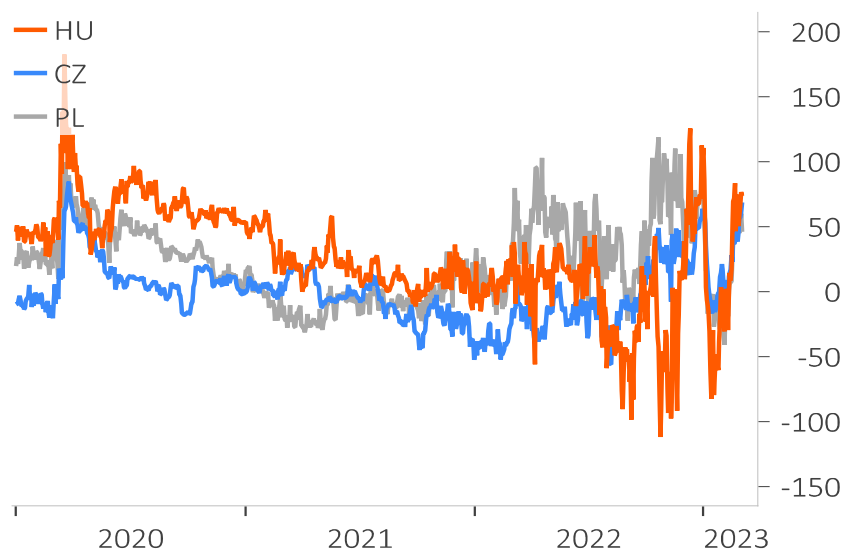
- W pierwszej połowie ubiegłego tygodnia waluty CEE wyraźnie zyskiwały, m.in. za sprawą optymizmu co do globalnej koniunktury po korzystnych danych z Chin. W ślad za tym €/PLN spadł z 4,72 do prawie 4,66. W kolejnych dniach nastąpiła jednak korekta, również na całym regionie, sprowadzając €/PLN znów ponad 4,70.
- W tym tygodniu zachowanie PLN prawdopodobnie zdeterminuje sytuacja na rynkach bazowych, szczególnie kierunek dla €/US\$. Inwestorzy nie spodziewają się przełomu jeżeli chodzi o najbliższą decyzję RPP, czy zmianę nastawienia Rady. Sugeruje to raczej stabilizację €/PLN w okolicach 4,70 w najbliższych dniach.
- Od początku roku złoty słabo radzi sobie na tle regionu. Gdy czeska korona zbliżała się do najmocniejszych poziomów w historii wobec euro, €/PLN cofnął się jedynie poniżej 4,70. Naszym zdaniem zapowiada to kolejną falę przeceny złotego, być może już w drugiej połowie miesiąca. Moment będzie w dużym stopniu zależał od ogólnego sentymentu na rynkach (czyli prawdopodobnie reakcji na marcowe decyzje Fed i EBC). Technicznym poziomem docelowym wydają się szczyty €/PLN z końcówki lutego w okolicach 4,80.
- Ryzyka związane z TSUE nie zmieniają naszej opinii o €/PLN w dłuższym terminie. Uważamy, że fundamenty złotego pozostają relatywnie solidne. Oczekujemy zawężenia deficytu handlowego. Jednocześnie wysoka inflacja bazowa to ważny argument przeciw cięciom stóp w tym roku. Dlatego w 2pół23 spodziewamy się powrotu €/PLN do 4,70 lub poniżej. Ryzykiem pozostaje jednak przebieg wojny w Ukrainie w najbliższych miesiącach.

Rynek długu – Do payrolls rentowności raczej stabilne.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- W ubiegłym tygodniu wzrosty rentowności na bazowych rynkach były kontynuowane, choć w wolniejszej skali niż tydzień wcześniej. Większa przecena papierów niemieckich niż amerykańskich to prawdopodobnie efekt zaskoczeń europejską inflacją i wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp EBC. SPW utrzymały się natomiast w trendzie bocznym.
- O kierunku rentowności w tym tygodniu powinny przesądzić piątkowe dane z USA. Przed publikacją payrolls presja na wzrost rentowności na bazowych rynkach długu powinna zahamować. Wyniki rynku amerykańskiego pracy będą naszym zdaniem solidne, ale nie powinny okazać się istotnie lepsze niż zakłada rynek. Z kolei z Europy kluczowych danych w najbliższych dniach nie poznamy, chociaż można się spodziewać jastrzębich komentarzy ECB. Jeżeli piątkowe dane okażą się słabe, może to być wręcz okazja do korekty po wzrostach dochodowości z ubiegłego tygodnia. Jednak poza payrolls ogólny obraz gospodarki USA i strefy euro wskazuje na kontynuację podwyżek i wysokich rentowności.
- W kraju także liczymy raczej na stabilizację długich SPW. Polskie papiery od jakiegoś czasu słabo reagują na zmiany na rynkach bazowych.
- W 2pół23 rentowności SPW powinny okazać się niższe niż obecnie, chociaż ostatnie dane z USA i Eurolandu pokazują, że trudno liczyć na szybki powrót oczekiwań na cięcia stóp. Wśród pozytywnych czynników krajowych, wspierających POLGBs widzimy mocny popyt krajowych banków, który pokryje istotną część wysokich potrzeb pożyczkowych. Popyt na kredyt jest bardzo słaby, a podaż depozytów powinna się poprawić. Rząd może też kontynuować finansowanie w twardych walutach. Za granicą Fed raczej rozpocznie obniżki później (w 2024) niż rynek to wycenił.

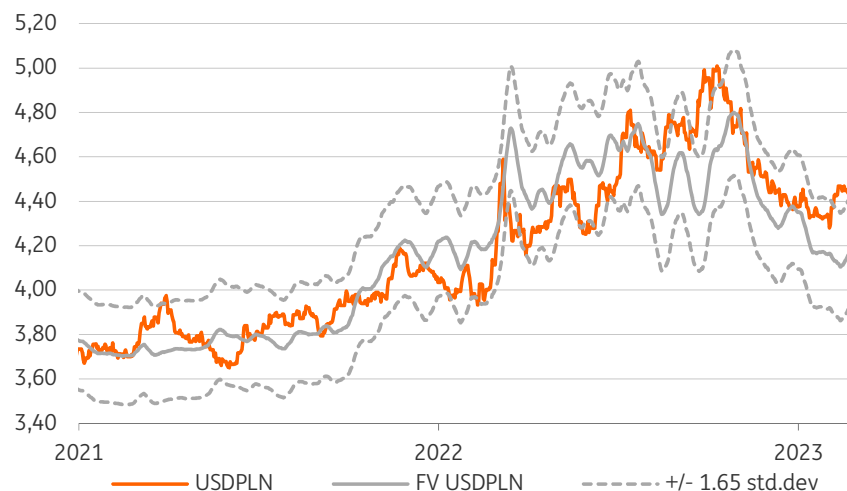
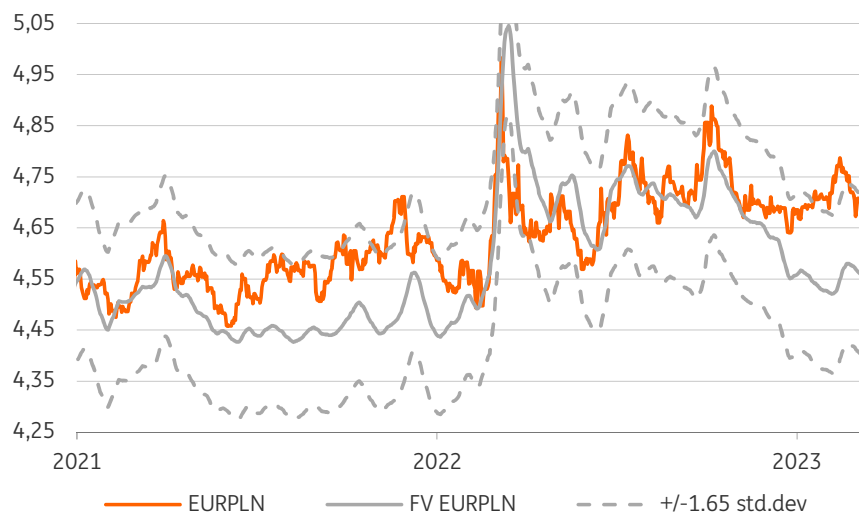
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24
US\$/PLN	4.44	4.39	4.31	4.25	4.19	4.13	4.13	4.14	4.10	4.09	4.07	4.05
€/PLN	4.78	4.76	4.74	4.70	4.67	4.63	4.66	4.69	4.72	4.70	4.68	4.66
CHF/PLN	4.75	4.70	4.65	4.61	4.58	4.54	4.57	4.60	4.63	4.60	4.57	4.54
GBP/PLN	5.37	5.35	5.33	5.28	5.24	5.20	5.22	5.23	5.24	5.23	5.22	5.21

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 sugeruje poziom równowagi €/PLN poniżej 4,65. Przypuszczamy, że jest to efektem obaw o konsekwencje orzeczenia TSUE w kredytów walutowych. Także poziom asset swapów utrzymuje się na wysokim poziomie, jednak tu kluczowe są obawy o wysoki poziom potrzeb pożyczkowych w 2023 i konsekwencje opinii TSUE.



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.