

Tygodnik ING

Kryzys bankowy bardziej dotyka USA niż Europy, oznacza zacieśnienie warunków finansowych, hamowanie koniunktury, sytuacja inflacyjna jest niepewna.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

28 marca 2023



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



W skrócie

- Głównym wydarzeniem ubiegłego tygodnia na rynkach było posiedzenie Fed. Chociaż FOMC podniósł stopy o 25pb, to nie był w stanie przekonać rynków, że wkrótce nie będzie musiał ich obniżyć w reakcji na napięcia w amerykańskim sektorze finansowym i związane z tym zacieśnienie warunków finansowych. Zmiany na €/US\$ ostatecznie były jednak stosunkowo niewielkie, bo jednocześnie w Europie nastąpiła silna przecena banków, w tym giganta tj. Deutsche Banku. Na rynkach długu obserwowaliśmy dalsze umocnienie Treasuries, m.in. w reakcji na Fed. Solidny wynik usługowego PMI pozwolił jednak na wzrost dochodowości m.in. Niemieckich 2latek. W efekcie dochodowość amerykańskiej 2latki jest bardzo blisko tegorocznych minimów, podobnie spread między papierami amerykańskimi i niemieckimi w tym segmencie. Zmiany SPW były na tym tle kosmetyczne.
- Najważniejsze dane w tym tygodniu zostaną opublikowane w piątek: w USA dochody i wydatki Amerykanów w lutym, a w strefie euro dane o inflacji za marzec. Prognozujemy, że wydatki Amerykanów wzrosły o 0,2%/m/m, konsensus zakłada wzrost o 0,3% po wzroście o 1,8% w styczniu. Konsensus prognoz wskazuje na utrzymanie deflatora konsumpcji prywatnej na poziomie ze stycznia 4,7%/r/r i wzrost 0,4%/m/m. Dla deflatora PCE w ujęciu bazowym prognozujemy wzrost o 0,4%/m/m po 0,6% w styczniu. W strefie euro spodziewany jest wyraźny spadek inflacji HICP. Na ogólny indeks pozytywnie wpłynie wysoki punkt odniesienia sprzed roku (pierwsze tygodnie agresji Rosji na Ukrainę), ale inflacja bazowa utrzyma się na wysokim poziomie, ciągnięta przez usługi.
- W tym tygodniu uwaga skupi się na doniesieniach z sektora finansowego, czy odpływ depozytów z banków regionalnych w USA się zatrzyma, notowaniach europejskich banków, ekspozycji na problematycznie nieruchomości komercyjne. Obawy o kondycję europejskich banków powinny być mniejsze niż w przypadku USA z uwagi na bardziej restrykcyjne / bezpieczne regulacje w UE. Co więcej, spread między swapami amerykańskimi i europejskimi w ubiegłym tygodniu znów przechylił się na korzyść euro. Dlatego w tym tygodniu oczekujemy raczej powrotu €/US\$ do ostatnich szczytów ponad 1,09. W przypadku €/PLN spodziewamy się stabilizacji.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
28 III	USA	14:00	Nastroje gospodarstw domowych	III	100,0pkt.	101,0pkt.	102,9pkt.
30 III	Niemcy	13:00	CPI r/r	III	7,7%	7,3%	8,7%
	USA	13:30	PKB kw/kw SAAR	4kw22	2,7%	2,7%	2,7%
31 III	Strefa euro	10:00	HICP r/r	III	7,1%	7,2%	8,5%
			Inflacja bazowa r/r	III	5,6%	-	5,6%
	Polska	10:00	CPI r/r	III	16,0%	-	18,4%

Zawirowania finansowe powinny tym razem wspierać €.

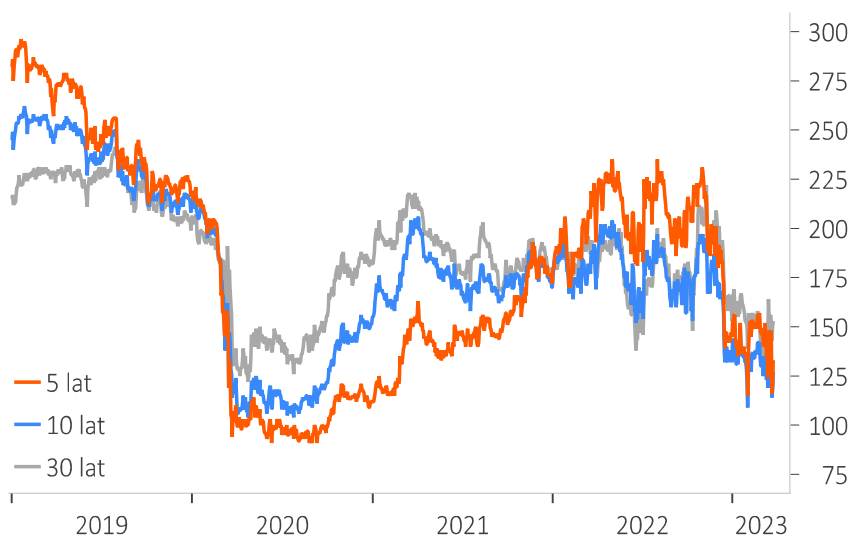
- Ostatnie tygodnie przyniosły zawirowania w sektorze bankowym i obawy inwestorów o konsekwencje agresywnego zacieśniania polityk pieniężnych przez główne banki centralne. Część uczestników rynku spekuluje, że **gospodarka światowa mogła znaleźć się na krawędzi kolejnego kryzysu finansowego**. Naszym zdaniem **ryzyko powtórki kryzysu finansowego**, na wzór tego, którego gospodarka światowa doświadczyła po upadku banku Lehman Brothers w latach 2007-09, **jest ograniczone**, ale czeka nas okres napięć na rynkach finansowych.
- Bezprecedensowe w skali i tempie zacieśnienie polityk pieniężnych głównych banków centralnych i **wysokie niezrealizowane straty na portfelach obligacji** znajdujących się w aktywach banków komercyjnych spowodowały wzrost obaw inwestorów i gwałtowny **odpływ depozytów z niektórych instytucji**. W połączeniu z brakiem odpowiedniej polityki zabezpieczeń ryzyk rynkowych spowodowało to **upadek trzech amerykańskich banków regionalnych**. W Europie władze musiały podjąć działania, aby uniknąć banku Credit Suisse (przejęcie przez UBS). Kłopoty szwajcarskiego banku były jednak specyficzne dla tej konkretnej instytucji i zaczęły się na długo przed ostatnimi problemami banków amerykańskich.
- Dotychczas zawirowania dotyczyły kilku regionalnych banków w USA i jednego konkretnego wrażliwego podmiotu w Europie. **Prawdopodobieństwo szeroko zakrojonego kryzysu o charakterze systemowym jest ograniczone**. W USA problemy dotyczą banków, które nie są instytucjami kluczowymi dla stabilności całego systemu (duże instytucje wręcz korzystają na odpływie depozytów z banków regionalnych). W Europie problem został zaadresowany przez szybkie i zdecydowane działania szwajcarskich władz.
- Problemy amerykańskich banków regionalnych z bazą depozytową i ogólny wzrost niepewności w sektorze finansowym przełożą się na **zaostrzenie warunków kredytowych**. Banki regionalne w USA odpowiadają za 43% wszystkich kredytów w tej gospodarce. System bankowy w Europie podlega zdecydowanie ściślejszym regulacjom niż w USA, jest bardziej transparentny i wnikliwiej nadzorowany. Przekłada się to na większe bufory kapitałowe i płynnościowe, jednak tu także będzie miało miejsce zaostrzenie warunków finansowych.
- Wyższe stopy procentowe, zaostrzenie warunków kredytowych słabsze nastroje przekładają się na **pogorszenie perspektyw gospodarczych** (możliwa recesja w USA, enigmatyczny wzrost w Europie), co może przełożyć się na **modyfikację polityk głównych banków centralnych**. Gorsza koniunktura powinna sprzyjać szybszej dezinflacji. Zarówno Fed jak i EBC próbują oddzielić kwestię stabilności finansowej od polityki pieniężnej. Jednocześnie stabilny i sprawnie funkcjonujący system finansowy jest warunkiem *sin qua non* efektywnej transmisji polityki pieniężnej.
- W naszej ocenie ryzyko „twardego lądowania” amerykańskiej gospodarki i szybszego spadku inflacji **skłoni Fed do obniżek stóp procentowych w 2poł23**. Ostatnia podwyżka stóp o 25pb może mieć miejsce w maju (docelowa stopa funduszy federalnych 5-5,25%), a w 4kw23 oczekujemy cięć stóp o 75pb. W 2024 główna stopa Fed może zostać obniżona do 3%. **EBC podniesie stopy jeszcze dwukrotnie o 25pb w maju i czerwcu, a następnie utrzyma je bez zmian w 2024**.
- W takim otoczeniu **€ powinno zyskiwać względem US\$**. Po przebiciu 1,10 przed końcem roku powinniśmy dotknąć 1,15.

Rynki walutowe – Powrót €/US\$ bliżej ostatnich szczytów.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

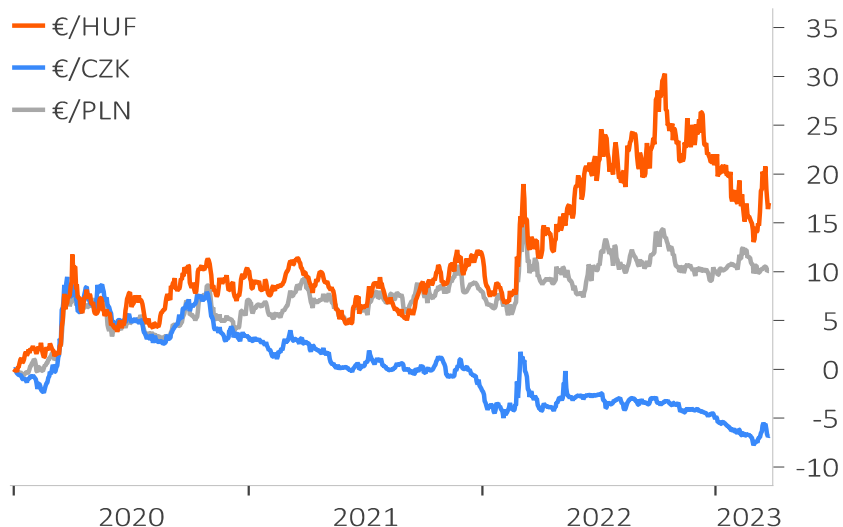


€/US\$:

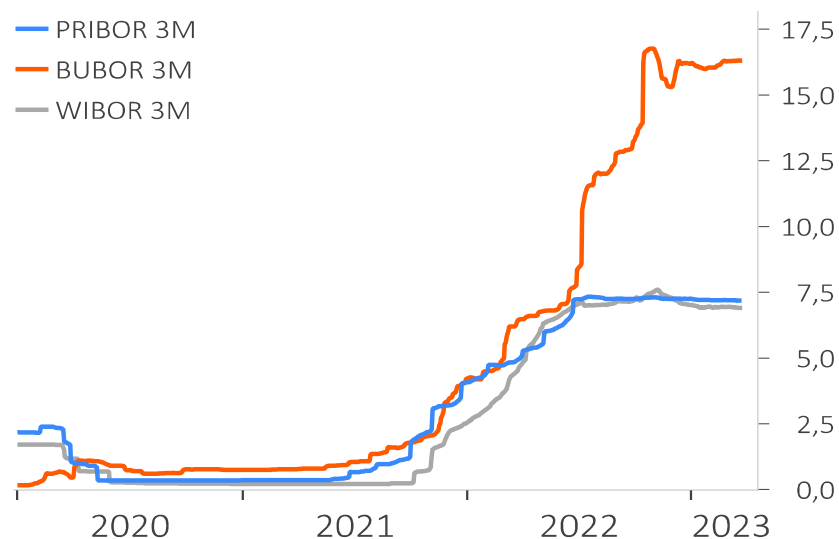
- W pierwszej połowie ubiegłego tygodnia kurs €/US\$ kontynuował wzrost ponad 1,09. FOMC nie przekonał rynków, o braku obniżek stóp w najbliższym czasie. W kolejnych dniach nastąpiła korekta do 1,0750. Euro zaszkodziła przecena europejskiego giganta Deutsche Banku.
- Ten tydzień jest relatywnie ubogi w dane makro z głównych gospodarek. Uwagę rynków najprawdopodobniej skupią informacje o sytuacji branży finansowej, szczególnie po doniesieniach o problemach Deutsche Banku. Piątkowa przecena europejskich banków była raczej pokłosiem restrukturyzacji Credit Suisse. Obawy o kondycję europejskiego sektora finansowego powinny być przy tym zdecydowanie mniejsze niż w przypadku USA z uwagi na bardziej restrykcyjne / bezpieczne regulacje w UE. Co więcej, spread między swapami amerykańskimi i europejskimi w ubiegłym tygodniu znów przechylił się na korzyść euro. Dlatego w tym tygodniu oczekujemy raczej powrotu €/US\$ do ostatnich szczytów ponad 1,09.
- Złagodzenie retoryki Fed na ostatnim posiedzeniu wspiera nasz scenariusz zakładający, że FOMC będzie musiał swoje stopy obniżyć przed EBC i w większej skali. Spodziewamy się znaczącego hamowania koniunktury w USA i spadku CPI, chociaż wolniejszego spadku inflacji bazowej. Taki pogląd podziela też rynek. Co więcej, nadal zapowiada się na dalszą odbudowę koniunktury w Chinach, co powinno wspierać odpływ kapitałów na rynki wschodzące. Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że para €/US\$ w takim otoczeniu wróci ponad 1,10, a moment kiedy się to stanie zdecydowanie się przybliży. Możliwe jest to już w kwietniu.

Rynki walutowe – €/PLN nadal względnie stabilny.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

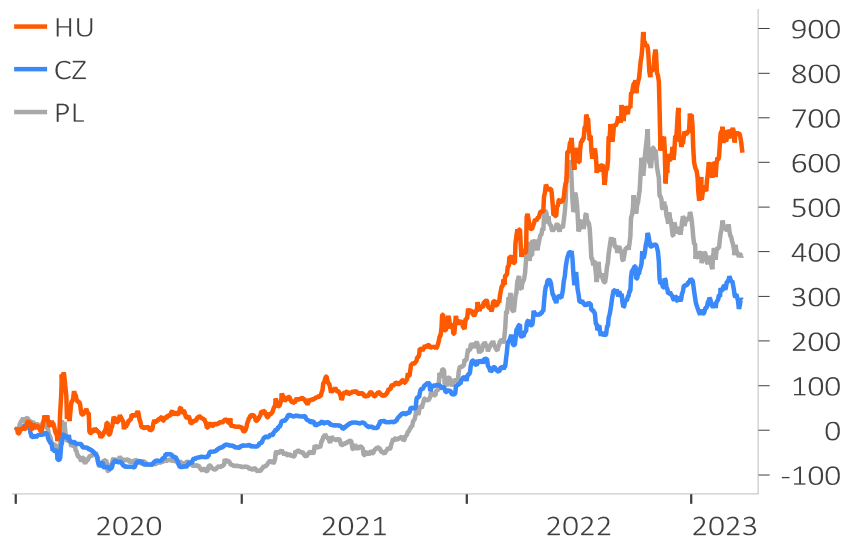


€/PLN:

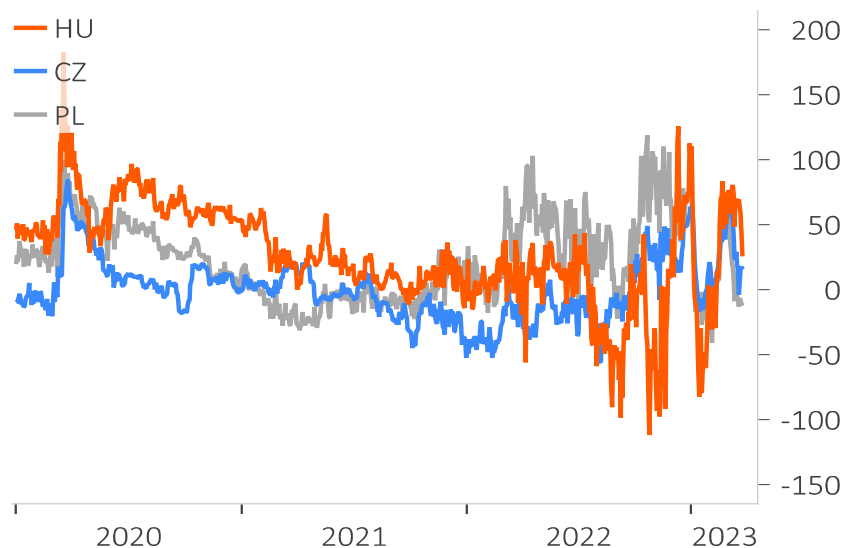
- Złoty w ubiegłym tygodniu lekko umocnił się dzięki słabszemu dolarowi (spadek €/PLN z 4,7050 do 4,69). Inne waluty CEE jednak radziły sobie wyraźnie lepiej. W skali ubiegłego tygodnia PLN zyskał do euro niecałe 2%, a np. forint około 3%.
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji €/PLN. Złoty pozostaje mało atrakcyjny dla inwestorów krótkoterminowych, którzy nadal wolą zajmować pozycje na innych walutach CEE. Neutralny wydaje się też rozkład ryzyk dla PLN. Z jednej strony liczymy raczej na wzrost €/US\$ w tym tygodniu, co powinno wspierać waluty CEE. W najbliższych dniach poznamy jednak konsensus prognoz dla Polski na marcowe dane. Powinien on pokazać dalsze hamowanie koniunktury i dezinflację, co rynek raczej odbierze jako przesłankę dla szybkich obniżek stóp NBP.
- Potencjalnie wyższa ścieżka €/US\$ w 2kw23 powinna oznaczać większy popyt na waluty CEE niż zakładaliśmy wcześniej. Nadal jednak uważamy, że wraz z oswojeniem się inwestorów z potencjalnymi problemami sektora finansowego w coraz większym stopniu do głosu dojdą obawy o sytuację lokalną. Z jednej strony inwestorzy mogą zakładać, że wobec opinii TSUE ws kredytów frankowych, czy potencjalnego rozwiązania ustawowego tej kwestii krajowe banki będą zawiązywać rezerwy w walucie (a więc sprzedawać PLN np. za CHF). Dane z kraju, przynajmniej z początku 2kw23, będą też prawdopodobnie słabe, wspierając oczekiwania na obniżki NBP. Ogólnie szanse na powrót €/PLN do 4,80 zdecydowanie jednak spadły. Naszym zdaniem kurs €/PLN w kwietniu nie powinien dotrzeć dalej jak 4,76.

Rynek długu – Zawężenie spreadu obligacji USA do Niemiec.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



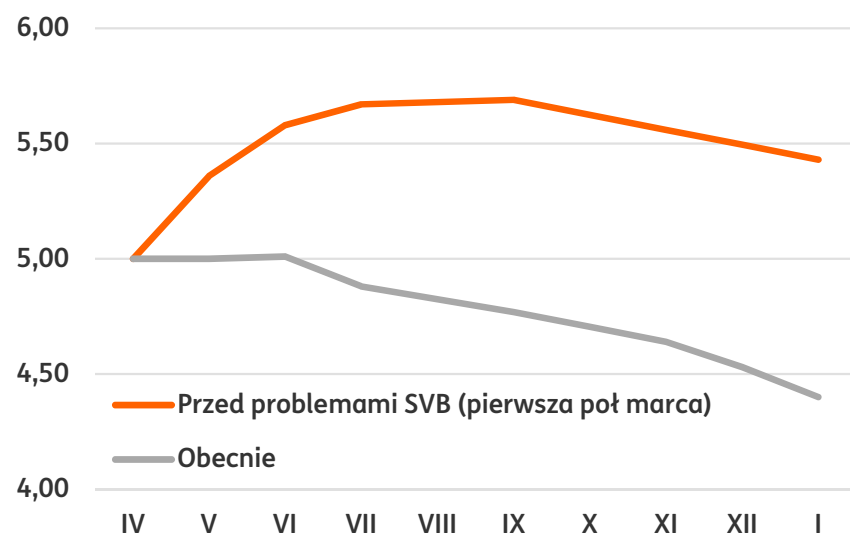
- W ubiegłym tygodniu dochodowość amerykańskiej 2latki znalazła się blisko tegorocznych minimów, podobnie spread między papierami amerykańskimi i niemieckimi w tym segmencie. Inwestorzy liczą na szybkie obniżki stóp w USA, podczas gdy PMI ze strefy euro osłabiły obawy o koniunkturę w Europie. Mimo sporych zmian na rynkach bazowych, krajowe 2 i 10latki zakończyły tydzień praktycznie bez zmian.
- W najbliższych dniach nie ma zbyt wielu kluczowych danych z głównych gospodarek. Najważniejsze, tj. inflacja ze strefy euro, powinny być przy tym bliskie oczekiwaniom chociaż uwaga skupi się na bazowej. Dlatego zachowanie rynków długu w US\$ i € prawdopodobnie będzie zależeć głównie od nowych informacji z sektora finansowego. Europejskie banki są jednak nadal postrzegane jako bezpieczniejsze niż amerykańskie. Kryzys wśród regionalnych banków w USA powinien także spowodować wcześniejsze zakończenie cyku podwyżek w USA niż w Europie. Także piątkowe PMI ze strefy euro ograniczyły też obawy o koniunkturę w Europie. Dlatego w tym tygodniu najprawdopodobniej dojdzie do dalszego spadku spreadu między krzywą amerykańską i niemiecką, choć prawdopodobnie w niewielkiej skali.
- Taki układ na rynkach bazowych sugeruje raczej niewielkie zmiany SPW w najbliższych dniach. Rentowności długich obligacji powinny się dziś w tym tygodniu ustabilizować. Sytuacja w europejskim sektorze bankowym po problemach DB jest niejasna i raczej zniechęca do dużych zakupów SPW w tym segmencie. Z kolei oczekiwania na marcowe dane z kraju (w tym tygodniu poznamy konsensus prognoz) powinny wpierać krajowy krótki koniec. Dlatego o ile w ogóle do większych zmian na krajowej krzywej dojdzie, to w tym tygodniu spodziewamy się raczej jej stromienia.

Fed podnosi stopy, nie widzi obniżek w 2poł23, inaczej rynek.

Porównanie projekcji Fed

	2023	2024	2025	Długi termin
Wzrost PKB	0,4	1,2	1,9	1,8
Projekcja grudzień 2022	0,5	1,6	1,8	1,8
Stopa bezrobocia	4,5	4,6	4,6	4,0
Projekcja grudzień 2022	4,6	4,6	4,5	4,0
Deflator PCE	3,3	2,5	2,1	2,0
Projekcja grudzień 2022	3,1	2,5	2,1	2,0
Bazowy deflator PCE	3,6	2,6	2,1	n/a
Projekcja grudzień 2022	3,5	2,5	2,1	n/a
Stopa funduszy Fed	5,1	4,3	3,1	2,5
Projekcja grudzień 2022	5,1	4,1	3,1	2,5

Ścieżka stóp Fed wyceniana przez rynek



- W marcu Fed podniósł stopy o 25pb, zgodnie z oczekiwaniami większości analityków. Przed wybuchem napięć w amerykańskim sektorze finansowym (w połowie marca) przesądzona wydawała się podwyżka o 50pb.
- Kluczowy dla rynków był przekaz po posiedzeniu. Fed 1) złagodził retorykę stwierdzając, że dalsze zacieśnienie może być właściwe (w domyśle przez kanał kredytowy), poprzednio pisał, że podwyżki będą właściwe. 2) Prezes Fed stwierdził, że zacieśnienie na rynku kredytowym prawdopodobnie wpłynie na rynek pracy i inflację, a FOMC będzie to uwzględniać przy kolejnych decyzjach. Rynek odebrał to jako sygnał rychłych obniżek stóp, w reakcji na problemy banków i dekoniunkturę.
- Powell stwierdził, że zasilenie płynnościowe banków przez Fed jest tymczasowe i nie ma potrzeby zmiany programu zmniejszania bilansu (nadal US\$95mld miesięcznie).
- Nowe projekcje Fed, w porównaniu do grudnia 2022 pokazują niższe PKB na 2023-24, ale jednocześnie lekko wzrosła inflacja. Oczekiwana przez członków FOMC ścieżka przyszłych stóp nie uległa jednak większym zmianom – nadal nie widzą oni przestrzeni do obniżek stóp w tym roku.
- Widzimy istotne szanse, że Fed będzie zmuszony obniżyć stopy w 2poł23, o około 75pb. Zacieśnienie na rynku kredytowym powinno pogłębić trwające już spowolnienie. W kolejnych miesiącach coraz mocniej uwidocznią się także procesy dezinflacyjne, np. spowolnienie na rynku nieruchomości będzie skutkowało wyhamowaniem cen najmu (kluczowy element inflacji bazowej w USA). Inflacja w USA w tym roku powinna spaść prawie o połowę (do około 4%r/r), a wzrost PKB będzie bliski 0%.

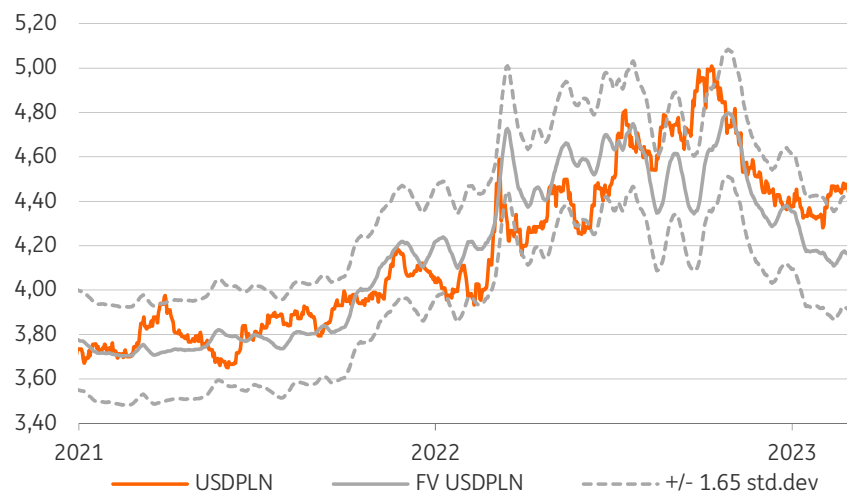
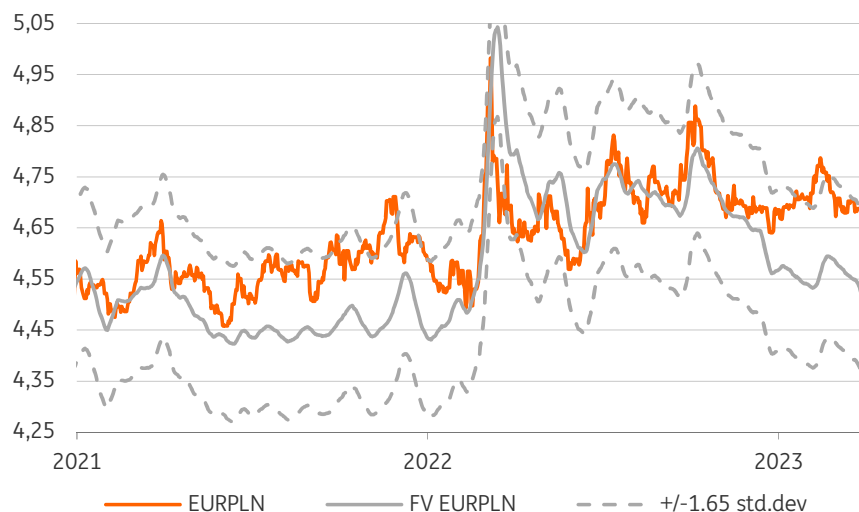
Prognozy walutowe.

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 wzrosło. Wysoki poziom stóp w kraju względem rynków rozwiniętych jeszcze się zwiększył (np. na swapach) z uwagi dlaszy spadek oczekiwań na podwyżki stóp, szczególnie Fed. Poziom równowagi €/PLN przesunął się bliżej 4,50. Przypuszczamy, że utrzymanie €/PLN na relatywnie wysokim jest efektem obaw o konsekwencje orzeczenia TSUE ws kredytów walutowych. Inne waluty CEE od początku roku radzą sobie wyraźnie lepiej, np. CZK jest blisko najmocniejszych poziomów w historii względem euro.



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.