

Tygodnik ING

Posiedzenie Fed w cieniu problemów w amerykańskim sektorze bankowym.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

21 marca 2023



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



W skrócie

- Obawy o sytuację w sektorze bankowym pozostały kluczowym czynnikiem determinującym sytuację na rynkach w ubiegłym tygodniu. Po problemach regionalnych banków w USA, w ub. tygodniu mocno straciły akcje Credit Suisse (główny udziałowiec odmówił dokapitalizowania banku), panikę zahamowała zapowiedź pomocy ze strony szwajcarskiego banku centralnego. Rynek dość spokojnie zareagował na decyzję EBC, bank podniósł stopy mocniej od oczekiwań (50pb, podczas gdy w cenach było około 40pb), ale uspokajająco podzieliła opinia ECB, że europejski sektor bankowy jest mocny kapitałowo i płynnościowo. ECB porzucił także deklaracje dalszego zacieśnienia, sygnalizując że kolejne decyzje będą zależeć od danych makro i skali szoku w systemie finansowym.
- Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie decyzja amerykańskiego FOMC ws. stóp procentowych. Przed zawirowaniami na amerykańskim rynku finansowym, podwyżka o 50pb wydała się przesądzona ze względu na serię kluczowych danych z gospodarki (m.in. mocne payrolls i sprzedaż detaliczna, podwyższona inflacja bazowa, stopniowe dostosowanie na rynku nieruchomości) oraz jastrzębią retorykę prezesa Fed. Sytuację zmienił upadek banków SVB i Signature, których problemy wynikały z materializacji niezabezpieczonego ryzyka stopy procentowej przy agresywnym zacieśnieniu monetarnym przez Fed.
- Zakładamy, że bardziej realna jest łagodna podwyżkę o 25pb, będącą kompromisem między zdecydowaną walką z inflacją a chęcią stabilizacji napięć na rynku finansowym. Niewiele mniej realne jest pozostawienie stóp bez zmian, opóźnienie podwyżek nie pogorszy sytuacji inflacyjnej, a pozwoli lepiej ocenić sytuację. Minusem tego rozwiązania jest jednak wzbudzenie obaw, że „Fed wiec coś więcej”.

Kalendarz makroekonomiczny

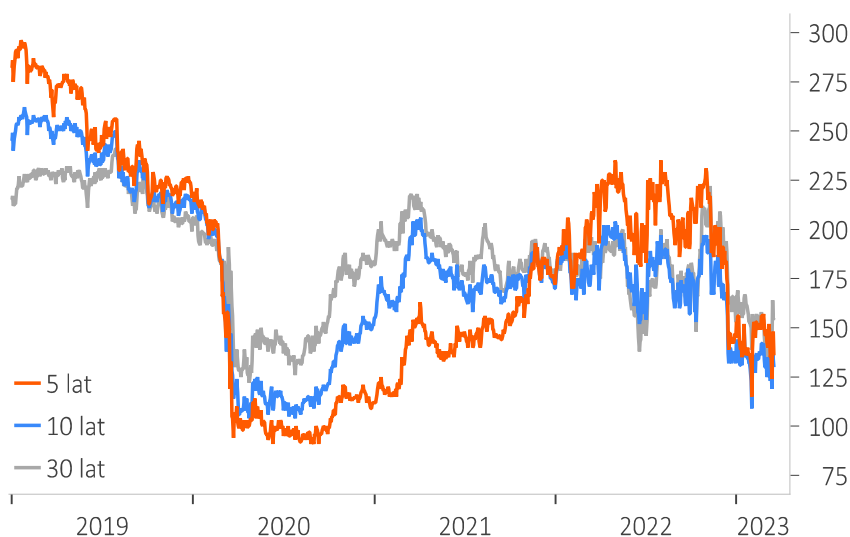
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 III	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	II	-1,4%	-1,4%	-0,3%
22 III	UK	8:00	CPI r/r	II	10,0%	9,8%	10,1%
	USA	19:00	Decyzja FOMC		+25pb	+25pb	+25pb
23 III	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		+25pb	+25pb	+25pb
24 III	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	III	46,9pkt.	47,0pkt.	46,3pkt.
			PMI – usługi	III	49,8pkt.	51,1pkt.	50,9pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	III	48,8pkt.	49,0pkt.	48,5pkt.
			PMI – usługi	III	52,2pkt.	52,5pkt.	52,7pkt.
	USA	14:45	PMI – przetwórstwo przemysłowe	III	-	47,6pkt.	47,3pkt.
			PMI – usługi	III	-	50,9pkt.	50,6pkt.

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

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

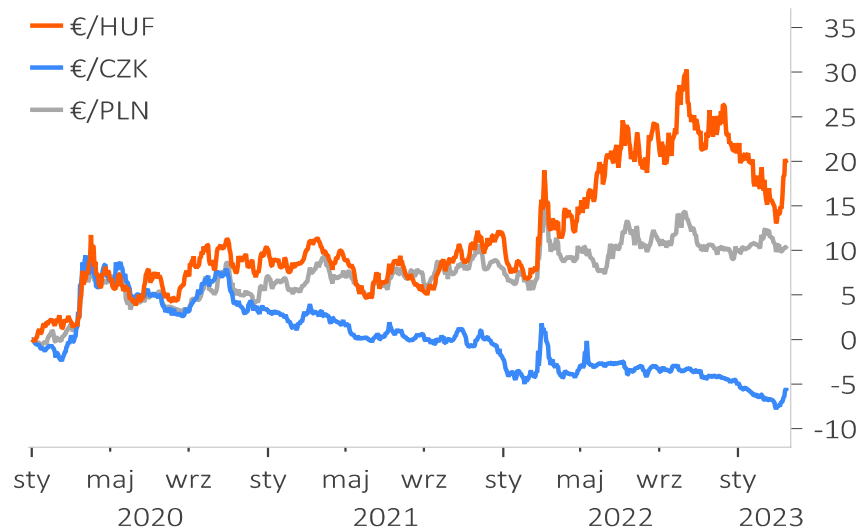


€/US\$:

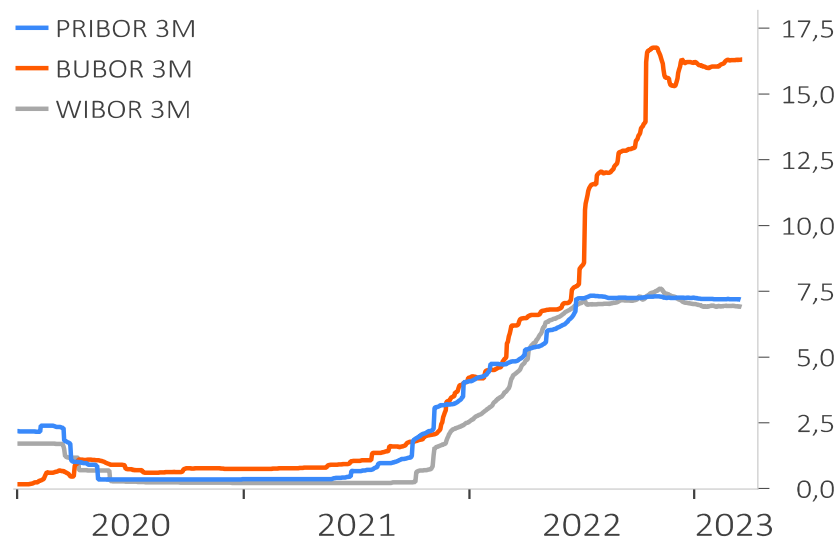
- Po informacjach o problemach Credit Suisse w ubiegłym tygodniu na rynku na krótko pojawiła się panika, którą jednak zahamowała zapowiedź pomocy ze strony szwajcarskiego banku centralnego. Rynek dość spokojnie zareagował na decyzję EBC, choć bank podniósł stopy mocniej od oczekiwań.
- W tym tygodniu uwagę rynków najprawdopodobniej skupi decyzja Fed. Naszym zdaniem FOMC podniesie stopy procentowe o 25pb i będzie starać się uspokoić inwestorów. Nie zapowiada się jednak, aby był w stanie odwrócić oczekiwania na obniżki stóp w 2poł23 z uwagi na obawy o kondycję amerykańskich banków i oczekiwania na wyhamowanie koniunktury. Dolarą wspierać powinny jednak niepewne nastroje na rynkach po umorzeniu US\$17mld obligacji UBS. W takim otoczeniu w tym tygodniu dość prawdopodobna wydaje się stabilizacja €/US\$ lub powrót nie dalej jak do ostatnich szczytów na 1,0750. Spodziewamy się natomiast umiarkowanej reakcji na PMI z USA i strefy euro.
- Nadal oceniamy, że Fed będzie musiał swoje stopy obniżyć przed EBC i w większej skali. Taki scenariusz jest tylko bardziej prawdopodobny wobec potencjalnych problemów kolejnych banków w USA. To z kolei oznacza, że dysparytet stóp (wg naszych analiz w segmencie 2letnim kluczowy dla kierunku €/US\$ w średnim terminie) będzie premiować euro. Dużo też będzie także zależeć od koniunktury w Chinach. Dalsza odbudowa aktywności może wywołać kolejną falę odpływu kapitałów z USA na rynki wschodzące, przyspieszając wzrost €/US\$. Dlatego nadal spodziewamy się, że kurs €/US\$ powinien wrócić ponad 1,10, choć może się to stać już w 2poł23.

Rynki walutowe – Złoty stabilny na tle walut CEE.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

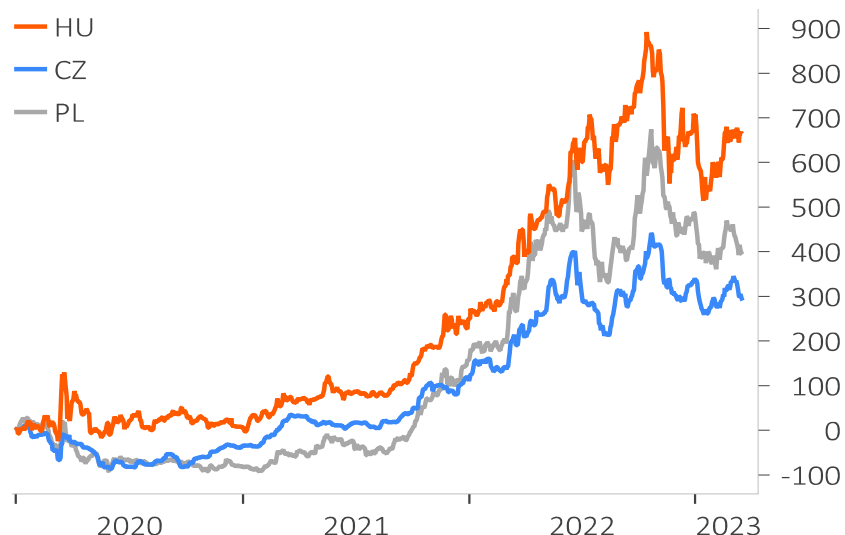


€/PLN:

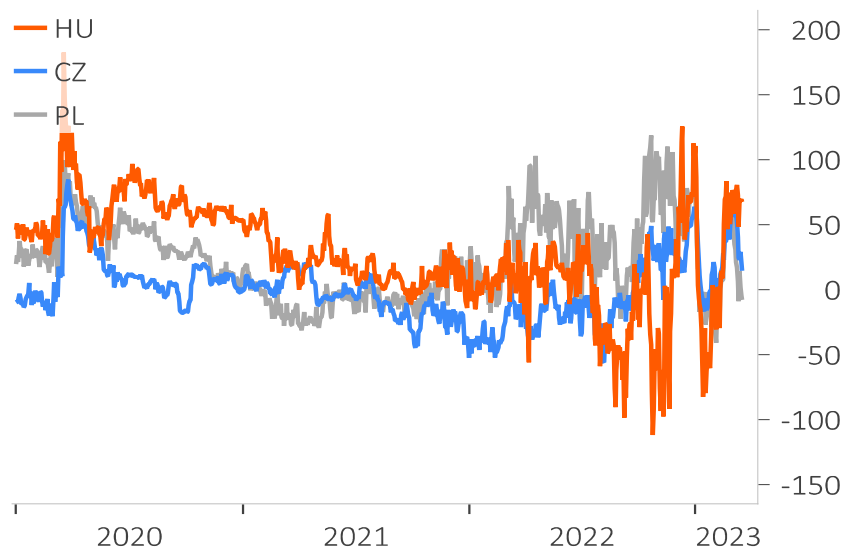
- Złoty zareagował na ubiegłotygodniowe wydarzenia w ograniczonym zakresie. Kurs €/PLN podniósł się z 4,68 do 4,7050 dziś rano. Mocniej straciły jednak inne waluty CEE. Np. gwałtownie tracił forint, który od początku roku radził sobie zdecydowanie lepiej niż PLN. w ostatnich dniach pozycje na umocnienie m.in. tej waluty były prawdopodobnie domykane.
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób powrotu pary €/PLN ponad 4,71. Obecnie kolejne lokalny opór to 4,72 i tam ruch może się zatrzymać / zawrócić. W poprzednich tygodniach inwestorzy nastawiali się raczej na osłabienie złotego i teraz nie ma dużych pozycji, których domknięcie pociągnęłoby kurs €/PLN wyraźnie wyżej. To powinno nadal odróżniać sytuację złotego o od innych walut naszego regionu. Otoczenie międzynarodowe prawdopodobnie nie pozwoli też inwestorom zbyt skupić się na danych z kraju jakie poznamy w tym tygodniu.
- W kolejnych tygodniach, wraz z oswojeniem się inwestorów z potencjalnymi problemami sektora finansowego, ryzyka lokalne powinny coraz mocniej dochodzić do głosu. Naszym zdaniem inwestorzy nadal obawiają się, że krajowe banki będą zawiązywać rezerwy w walucie (a więc sprzedawać PLN np. za CHF). Najprawdopodobniej dołożą się do tego słabe dane z krajowej sfery realnej, wspierając oczekiwania na obniżki stóp NBP na przełomie roku. Naszym zdaniem tworzy to istotne ryzyko dla złotego na przełomie miesiąca. Skala ruchu będzie zależeć od ogólnej sytuacji na rynkach. Cały czas widzimy duże szanse na powrót €/PLN na przełomie miesiąca do szczytów z końcówki lutego w okolicach 4,80.

Rynek długu – Stabilizacja długu w oczekiwaniu na Fed.

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



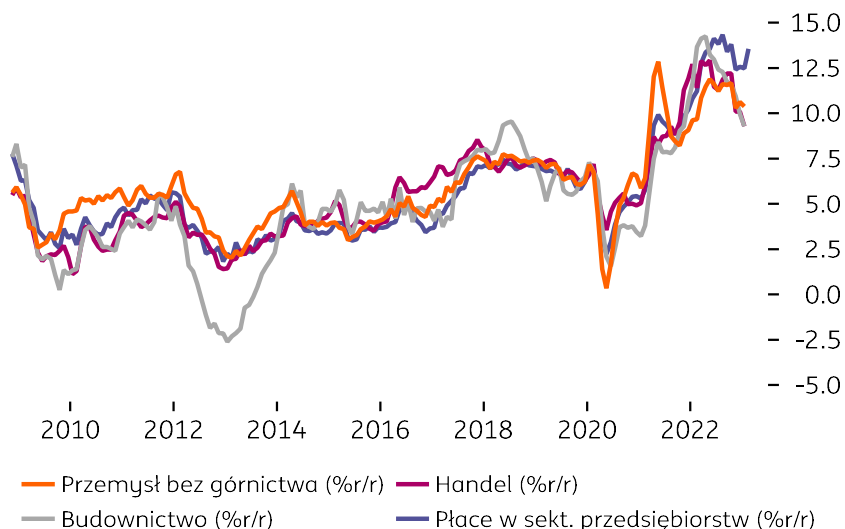
Asset swapy 10L w CEE od 2019



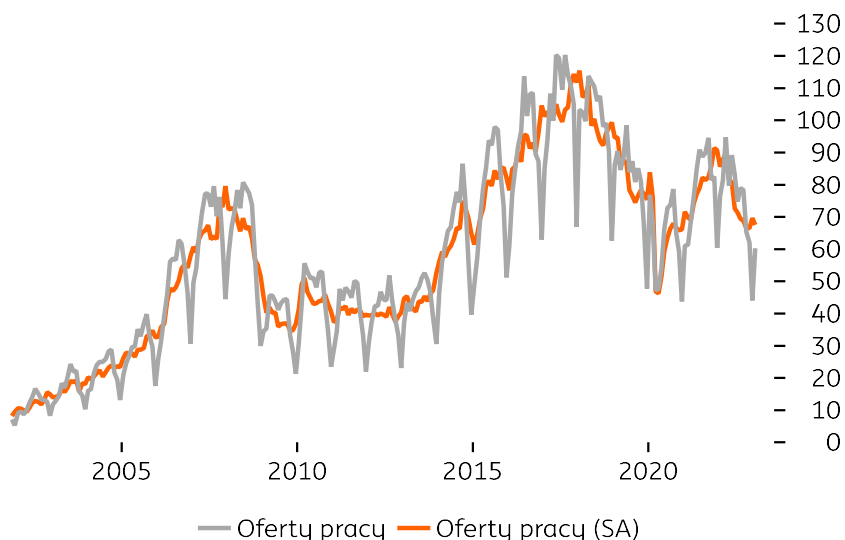
- Obligacje na rynkach bazowych kontynuowały w ubiegłym tygodniu umocnienie. Europejskie papiery umocniły się bardziej niż Treasuries z uwagi na obawy o rozlanie się problemów Credit Suisse. Zmiany SPW były natomiast relatywnie małe. Najprawdopodobniej to niepewność na rynkach zniechęcała do zakupów
- Decyzja i późniejszy przekaz z odbywającego się w tym tygodniu posiedzenia FOMC najprawdopodobniej nie zmienią istotnie oczekiwań rynku na decyzje głównych banków centralnych, w tym zdecydowane obniżki stóp w USA w 2pół23. W ostatnich tygodniach spadki rentowności na rynkach bazowych były jednak bardzo mocne i coraz trudniej będzie o kontynuację tego ruchu. O ile kolejne dni nie przyniosą nowych negatywnych informacji, to spodziewamy się, że w oczekiwaniu na decyzję Fed, amerykańskie i niemieckie papiery powinny przejść w trend boczny. Może się on utrzymać także w drugiej połowie tygodnia, gdyż spodziewamy się raczej neutralnej reakcji na PMI z USA i strefy euro.
- Analogicznie powinna wyglądać sytuacja na SPW. Bieżące dane z kraju najprawdopodobniej nie zmienią w zdecydowany sposób oczekiwań na obniżki stóp NBP na przełomie roku. Sentyment na rynkach globalnych raczej nie poprawi się też na tyle, aby inwestorzy byli chętni do większych zakupów SPW. Wraz ze stopniowym uspokojeniem sytuacji na rynkach może jednak dojść do stromienia krzywej SPW. Sytuacja na rynkach bazowych powinna wspierać odbicie rentowności na długim końcu na przełomie miesiąca. Natomiast oczekiwania na poluzowanie polityki NBP na przełomie roku będą stabilizować lub umacniać krajowy krótki koniec.

Zatrudnienie hamuje, solidny wzrost płac, ale poniżej CPI.

Płace (%r/r) w sektorze przedsiębiorstw



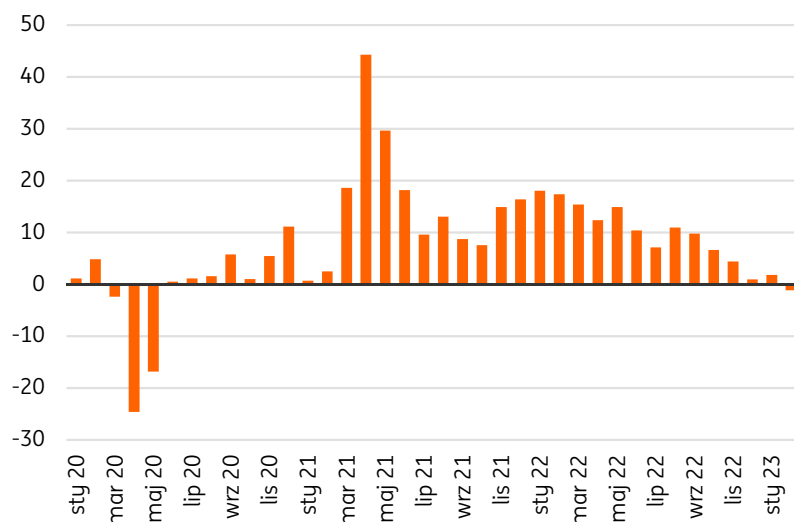
Oferty pracy (wg GUS) w Polsce



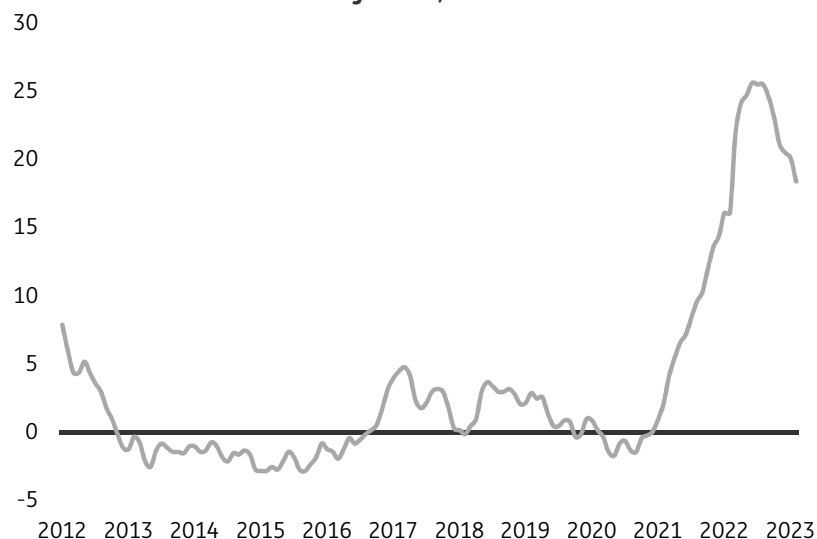
- W lutym zatrudnienie zwiększyło się zaledwie o 0,8%/r. Spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach o 4tys. osób m/m to rozczarowanie. Luty zwykle był miesiącem wzrostów. To sygnał wskazujący, że rynek pracy dostosowuje się do dekoniunktury nie tylko przez płace realne, ale też zatrudnienie. Nadal hamuje zatrudnienie w przemyśle - od szczytu w kwietniu 2022 ubyło 22tys miejsc pracy. Wciąż bardzo słabo radzi sobie m.in. produkcja mebli oraz tekstyliów. Mocne pozostają branże usługowe, szczególnie informacja i komunikacja, notująca nowe rekordy zatrudnienia. Firmy przemysłowe prawdopodobnie dostosowują moce wytwórcze do słabnącego popytu, m.in. biorąc pod uwagę słabe wydatki gospodarstw domowych.
- Należy przy tym pamiętać, że dane nie obejmują uchodźców zatrudnionych w Polsce na bazie specjalnych pozwoleń (tzn. nie na umowę o pracę). Według badań ankietowych znajdują oni zatrudnienie m.in. przy pracach prostych. Wobec bardzo wysokich szacunków rządowych uchodźców podejmujących zatrudnienie, może to sugerować substytucję krajowych pracowników w niektórych branżach przemysłowych.
- Przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły aż o 13,6%/r, podobnie jak w styczniu (13,5. Presja płacowa pozostaje mocna, zarówno ze względu na napiętą sytuację na rynku pracy w niektórych branżach, jak i wysoką podwyżkę płacy minimalnej. Wzrost płac nie nadąża jednak za inflacją (w lutym 18,4%/r) nieprzerwanie od lipca 2022. W efekcie obserwujemy ubytek realnej siły nabywczej gospodarstw domowych. Obok słabych nastrojów (np. planowanych zakupów dóbr trwałych) ma to decydujący wpływ na hamowanie wydatków konsumpcyjnych w 4kw22 i prawdopodobnie w 1kw23.

Spadek produkcji przemysłowej, wysoka inflacja PPI.

Produkcja przemysłowa, %/r



Inflacja PPI, %/r



- Najnowsze dane z sektora przemysłowego rozczarowały negatywnie. Dane o produkcji przemysłowej w styczniu zostały zrewidowane w dół (z 2,6%/r do 1,8%/r), a luty przyniósł pierwszy od wiosny 2020 (wybuch pandemii COVID-19) spadek produkcji w ujęciu rocznym (-1,2%/r), podczas gdy rynek spodziewał się wzrostu o ok. 1%. Wskaźniki wyprzedzające (PMI) sugerują stabilizowanie się aktywności przetwórstwa, ale na niższym niż na początku 2022 poziomie. Wpisuje się to w scenariusz spadku PKB w ujęciu rocznym w 1kw23.
- Rozczarowujące były także dane dotyczące cen producentów. Wprawdzie od pół roku obserwujemy dezinflację, jednak wzrost PPI pozostaje wysoki. Dane za styczeń zostały zrewidowane w górę z 18,5%/r do 20,1%/r (wzrost cen energii zrewidowano z 58,7%/r do 71,6%). W lutym inflacja PPI wyniosła 18,4%/r (konsensus: 17,8%).
- Wydzwięk najnowszych danych z przemysłu jest raczej stagflacyjny niż dezinflacyjny, co komplikuje perspektywę dla polityki pieniężnej. Pomimo osłabienia popytu krajowego presja cenowa pozostaje podwyższona się z uwagi na wysoką skalę szoku kosztowego. Stąd nadal wysoki poziom CPI i PPI oraz „lepka” inflacja bazowa. Na wysokim poziomie utrzymuje się także presja płacowa z uwagi na znaczącą podwyżkę płacy minimalnej na początku 2023 oraz wysokie oczekiwania inflacyjne, które skłaniają firmy do wypłacania „premi z powodu inflacji”. Tempo oczekiwanej dezinflacji będzie najprawdopodobniej powolne (uporczywa inflacja bazowa), co nie pozwoli na obniżki stóp procentowych w 2023 pomimo rosnących ryzyk w dół dla wzrostu gospodarczego.

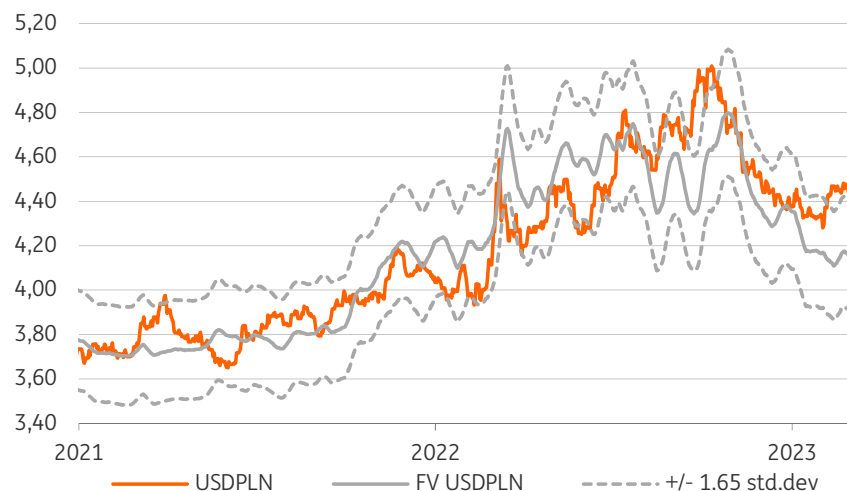
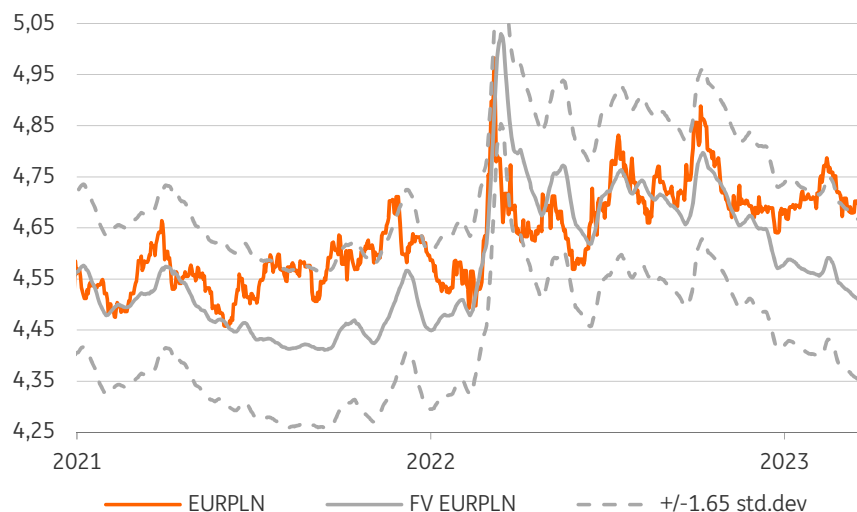
Prognozy walutowe.

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.