

Tygodnik ING

Umocnienie dolara po projekcjach Fed. Produkcja w kraju rośnie na efekcie otwarcia, ale presja kosztowa też.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Karol Pogorzelski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

21 czerwca 2021



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



W skrócie

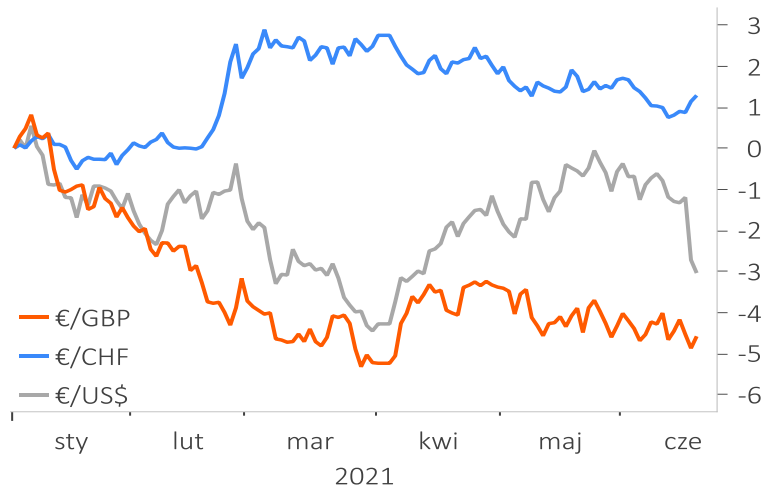
- W ubiegłym tygodniu inwestorów zaskoczyły nowe projekcje Fed, szczególnie tzw. dot-plot, czyli ścieżka stóp oczekiwana przez członków FOMC. Komitet zasygnalizował podwyżki już w 2023, co przełożyło się na umocnienie dolara (kurs €/US\$ spadł z 1,2130 do 1,1850) oraz osłabienie walut rynków wschodzących. Kurs €/PLN wzrósł z 4,50 do 4,56. Złoty radził sobie jednak lepiej niż np. węgierski forint. W skali tygodnia PLN stracił niecałe 2% wobec euro, HUF 3%.
- Reakcją rynków długu na szybsze podwyżki stóp Fed było spłaszczenie krzywych. Po projekcji, rentowności podniosły się na całej krzywej, ale wkrótce długi koniec cofnął się do poziomów prawie sprzed posiedzenia FOMC, krótki pozostał na podwyższonym poziomie. W skali tygodnia rentowność amerykańskiej 10latki praktycznie się nie zmieniła, a 2latki podniosła o 10pb. Inwestorzy najprawdopodobniej spodziewają się, że wcześniejsza relacja Fed oznacza, że cykl zakończy się na niższym poziomie stóp.
- Spadek €/US\$ wytracił impet pod koniec ubiegłego tygodnia. Krótkoterminowe wskaźniki techniczne sugerują korektę / wzrost pary na początku tego tygodnia. Spodziewamy się wzrostu do 1,1950, maksymalnie 1,20. Oczekujemy, że publikowane w tym tygodniu dane (przede wszystkim PMI z Europy i Ifo z Niemiec) będą dość bliskie oczekiwaniom i bez dużego przełożenia na wyceny. Pojawienie się oczekiwań na wcześniejsze podwyżki stóp w USA sugeruje jednak, że korekta nie potrwa długo. Fundamentalnie widzimy zejście pary do 1,17-1750 do końca miesiąca.
- Spodziewamy się, że tydzień może rozpocząć się korektą / umocnieniem złotego. Relatywnie mniejsze osłabienie krajowej waluty w ubiegłym tygodniu powinno zachęcać do zajmowania pozycji na spadek €/PLN wraz ze spodziewaną korektą na dolarze. Naszym zdaniem na większe umocnienie złotego jest jednak jeszcze zbyt wcześnie.

Kalendarz makroekonomiczny

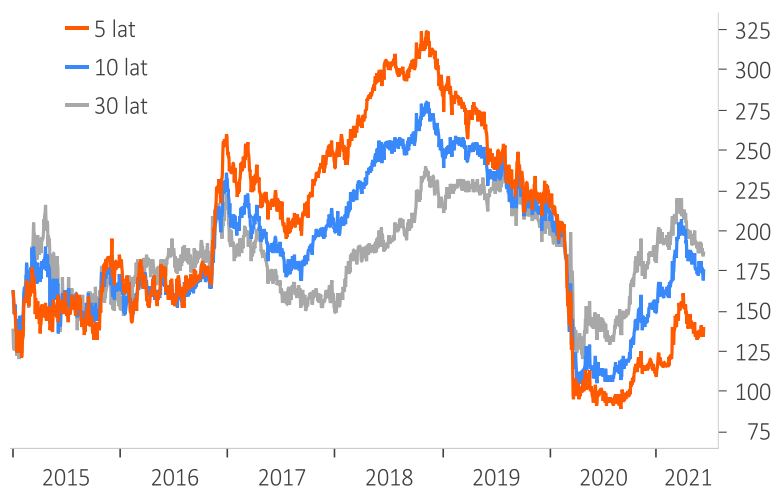
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
22 VI	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	V	10,5%	12,9%	25,7%
23 VI	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VI	62,0pkt.	63,4pkt.	64,4pkt.
			PMI - usługi	VI	55,0pkt.	55,0pkt.	52,8pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VI	61,7pkt.	62,2pkt.	63,1pkt.
			PMI – usługi	VI	58,5pkt.	57,5pkt.	55,2pkt.
24 VI	Niemcy	10:00	Wskaźnik IFO	VI	101,0pkt.	100,1pkt.	99,2pkt.
	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	V	6,1%	6,2%	6,3%
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR – ostateczne dane	I kw.	6,4%	6,4%	6,4%

Rynki walutowe – Dolar może jeszcze zyskać w czerwcu.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

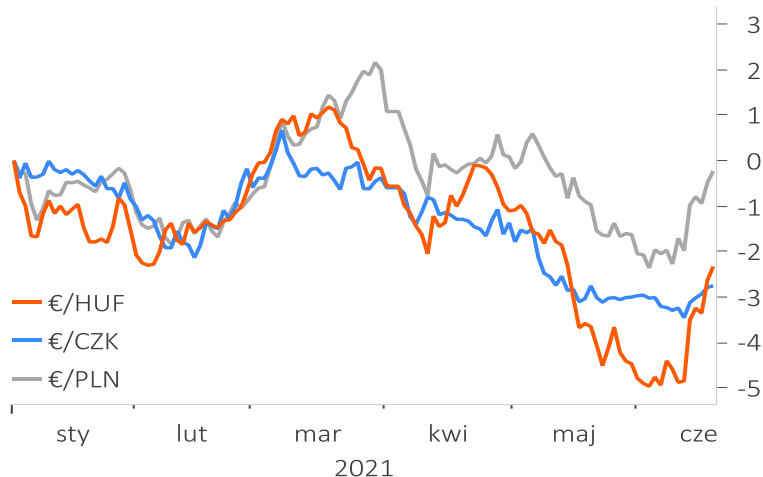


€/US\$:

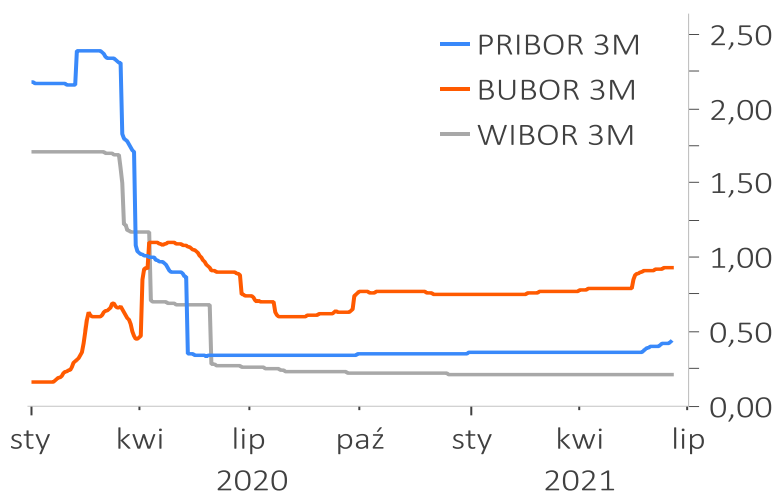
- Spadek €/US\$ pod koniec ubiegłego tygodnia wyhamował, co może zachęcać do realizacji zysków z umocnienia dolara po Fed. Krótkoterminowe wskaźniki techniczne również sugerują umiarkowaną korektę na €/US\$ na początku tego tygodnia. Prawdopodobnie ruch wytraci siłę między 1,1950-1,20.
- Wzrost oczekiwań na podwyżki stóp Fed sugeruje zejście kursu do około 1,17-1750 do końca miesiąca. Na większy ruch na razie nie liczymy. Główne pozycje stop loss otwierane od marca (od dołka na 1,17) prawdopodobnie już się wykonały, więc dalsze zejście kursu powinno odbywać się już w wolniejszym tempie.
- Czynniki makroekonomiczne sugerują jednak, że w 2pol21 dolar w relacji do euro znajdzie się pod presją. Amerykańskiej walucie powinno zaszkodzić ożywienie gospodarcze poza USA. Amerykańska gospodarka odbiła się jako pierwsza dzięki szybkiemu programowi szczepień oraz dużemu impulsowi fiskalnemu. Teraz dołączy do niej reszta świata, szczególnie Europa, wspierana środkami z Funduszu Odbudowy.
- Dolarowi dodatkowo zaszkodzić powinno pogorszenie bilansu handlowego USA – efekt oparcia wzrostu na konsumpcji i transferach fiskalnych. Spodziewamy się też odpływu kapitałów z USA na rynki wschodzące wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści po pandemii. Wcześniejszy moment rozpoczęcia normalizacji polityki przez Fed oznacza jednak, że skala ruchu €/US\$ najprawdopodobniej będzie mniejsza niż wcześniej oczekiwane przez nas 1,25.

Rynki walutowe – wzrost €/PLN do 4,58.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

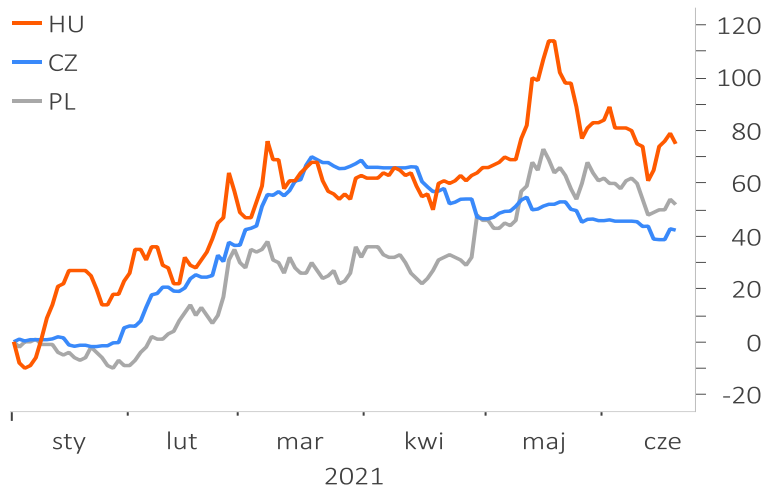


€/PLN:

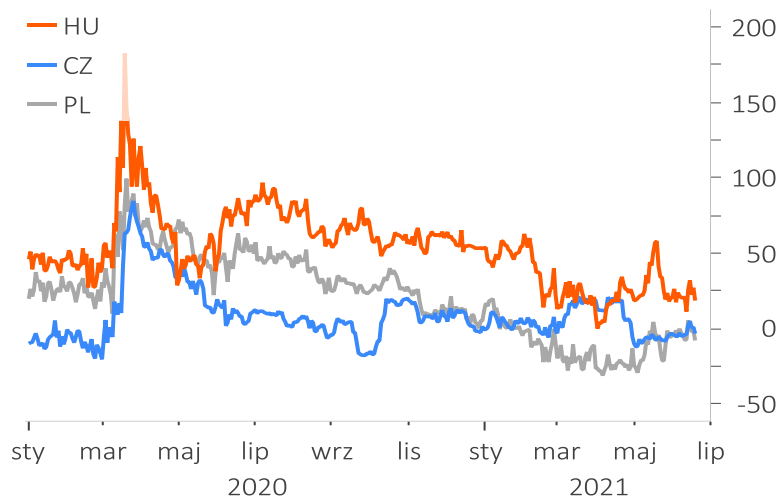
- W tym tygodniu zachowanie pary €/PLN prawdopodobnie zdeterminuje dolar. Na początku tygodnia liczymy na umiarkowaną korektę / osłabienie US\$. Powinno to pozwolić na odreagowanie na złotym. Do zakupów PLN dodatkowo zachęcać powinna mniejsza przecena naszej waluty niż np. forinta, w ubiegłym tygodniu po Fed,. Liczymy na zejście €/PLN do około 4,54.
- W dalszej części tygodnia presja na wzrost €/PLN powinna wrócić - oczekujemy, że para dotrze do około 4,58. Z jednej strony liczymy na ponowne umocnienie dolara. Z drugiej na najbliższym posiedzeniu banku centralnego na Węgrzech spodziewamy się podwyżki stóp - to powinno skłaniać do otwierania pozycji przeciw złotemu na tle walut regionu. Już obecnie stopy w Polsce są najniższe wśród gospodarek CEE.
- W 2pół21 spodziewamy się trwałego powrotu pary €/PLN do spadku. W lipcu kurs €/PLN powinien dotrzeć do około 4,45 oraz do 4,38-4,40 pod koniec roku. Wsparciem dla złotego pozostaje koniunktura w kraju (wysoki wzrost PKB, czy nadwyżka handlowa). Cykl podwyżek stóp NBP rozpocznie się też prawdopodobnie jeszcze w tym roku, podczas posiedzenia w listopadzie. Jednak równocześnie przybliżył się moment zacieśnienia polityki Fed, co jest niekorzystne dla walut rynków wschodzących. Dlatego zmiany naszej ścieżki €/PLN na najbliższe miesiące są relatywnie niewielkie mimo perspektywę szybszych podwyżek stóp NBP.
- Co więcej Prezes A.Głapiński preferuje słabszego złotego jako wsparcie dla koniunktury. Dlatego dość prawdopodobne wydają się interwencje NBP przeciw PLN, co najmniej werbalne.

Rynek długu – Niskie podaże długu w wakacje.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

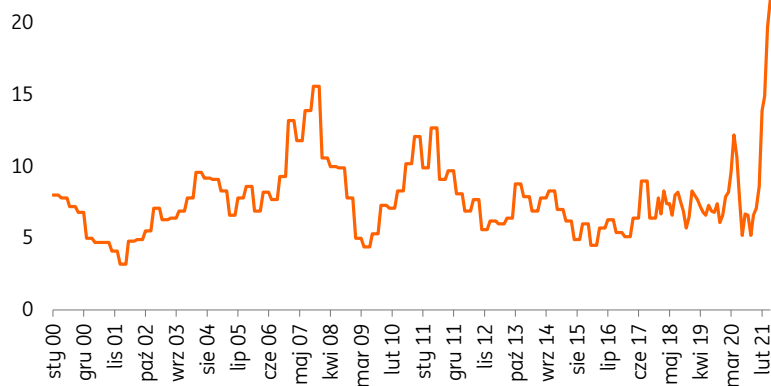


POLGBs:

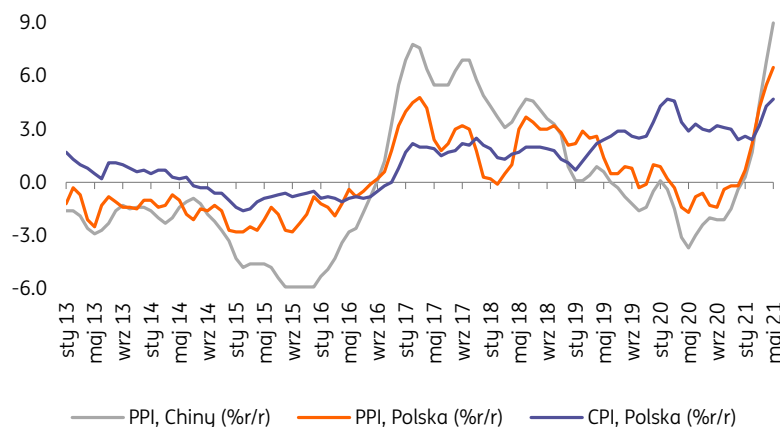
- W tym tygodniu zachowanie POLGBs zdeterminować powinna sytuacja na rynkach bazowych. Spodziewamy się stabilizacji lub lekkiego umocnienia SPW. Liczymy na pewne rozczarowania danymi zarówno z kraju, jak i ze strefy euro. Potencjalnym ryzykiem jest zwłaszcza koniunktura w przemyśle, borykającym się z problemami z dostępem do komponentów.
- Rynek w dużym stopniu zdyskontował też scenariusz szybszych podwyżek stóp w USA. Dość powszechna jest również opinia, że przyspieszenie podwyżek stóp w USA to błąd mogący doprowadzić do korekty na giełdach. Stąd popyt na dłuższe papiery, zarówno SPW, jak i na rynkach bazowych, powinien pozostać solidny w najbliższych dniach. Potencjał do osłabienia SPW do końca wakacji jest również mały z uwagi na niskie podaże w kraju i zagranicą.
- Po wakacjach krajowe obligacje powinny wrócić do osłabienia, w ślad za rynkami bazowymi. W 3kw21 istotnie zwiększy się podaż obligacji na rynkach bazowych, na sfinansowanie programów socjalnych. Prawdopodobnie doprowadzi to do wzrostów rentowności zarówno w Europie, jak i USA.
- Krajowy dług powinien zacieśniać się w spreadzie do Bunda w 2pół21. MF prawdopodobnie będzie schodzić z gigantycznej poduszki płynnościowej, znacząco redukując emisje SPW – do końca roku może praktycznie nie być emisji netto. Banki natomiast pozostają nadpłynne, z uwagi na niski popyt na kredyt. Zmusza je to do dalszych zakupów SPW, praktycznie bez względu na ceny.

Produkcja rośnie na efekcie otwarcia, presja kosztowa też.

Przetwórstwo: niedobór sprzętu oraz/lub materiałów i surowców jako bariera działalności



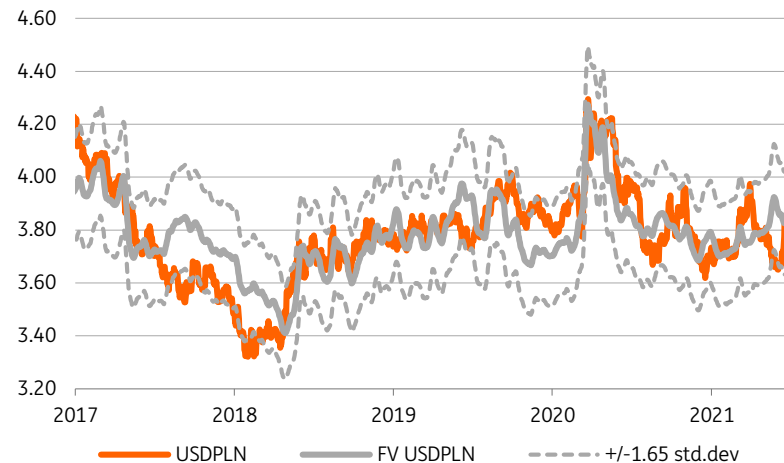
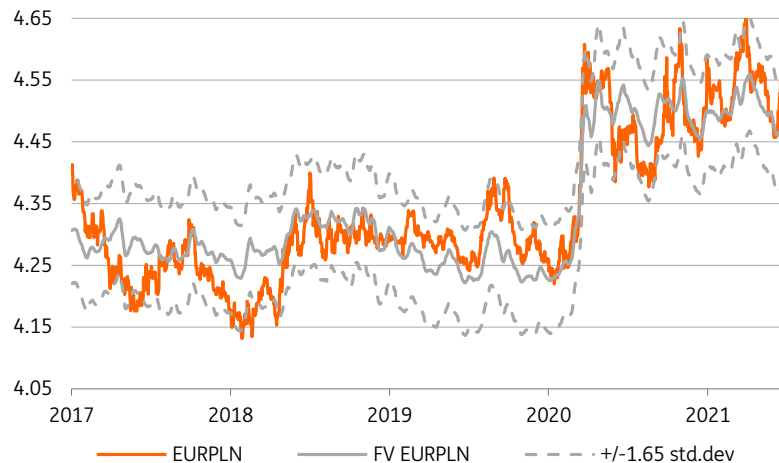
Inflacja PPI i CPI – tempa r/r



- W maju produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 29,8%/r wobec rekordowych 44,5%/r w kwietniu (konsensus prognoz rynkowych +29,0%/r, najwyższe prognozy nawet ok 35%/r).
- Wysokie tempa roczne to głównie efekt bazy. Tempa w ujęciu m/m odsezonowane lepiej pokazują co dzieje się w gospodarce. W takim ujęciu przemysł wzrósł o 0,8%/m po 0,4% spadku w kwietniu. Poprawę tej statystyki przypisujemy odmrożeniu gospodarki i większemu popytowi na dobra trwałe w sklepach stacjonarnych. Równocześnie rekordowa liczba firm przemysłowych zgłaszała w maju problemy w dostępie do sprzętu, materiałów i surowców. W największym stopniu dotknęło to branżę motoryzacyjną.
- Pomimo rosnących barier wyniki produkcji w maju oceniamy jako dobre. Tzw. wskaźniki miękkie, jak np. PMI, w tym silny wzrost zamówień krajowych wskazuje na mocne odbicie w kolejnych miesiącach.
- Efektowi otwarcia gospodarek i związanymi z tym zaburzeniami na linii popyt-podaż towarzyszy silna presja kosztowa w firmach. Zmusza to firmy do podnoszenia cen wyrobów gotowych. W maju inflacja PPI w Polsce przyspieszyła do 6,5%/r z 5,5%/r w kwietniu (po korekcie o 0,2pp w górę). Czyli mocniej niż konsensus prognoz: 5,9%/r. Ceny w przetwórstwie przemysłowym przyspieszyły z kolei z 5,3 do 6,3%/r.
- Do tej pory, wzrost inflacji w Polsce miał swoje źródło w presji kosztowej. W 2poł2022 dołączy do niej drugi czynnik - wzrost popytu konsumpcyjnego. Dodatkowo presję popytową w 2022 wzmocnią w Polsce keynesowskie efekty Polskiego Ładu i środków z unijnego Funduszu Odbudowy. Spodziewamy się, że średnioroczny CPI w 2021 wyniesie 4,3%/r., w 2022 3,8%/r.

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Po ostatniej przecenie złoty jest znów niedowartościowany wobec euro. Wskazania naszego modelu sugerują, że potencjał do dalszego osłabienia złotego jest w najbliższych tygodniach niewielki.
- Model sugeruje natomiast, że złoty przestał być przewartościowany wobec dolara i obecnie znajduje się na poziomie niemal idealnie odpowiadającym wskazaniom modelu.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki Główny Ekonomista	Piotr Popławski Starszy Ekonomista	Leszek Kąsek Starszy Ekonomista	Karol Pogorzelski Starszy Ekonomista	Dawid Pachucki Starszy Ekonomista
T 22 820 4696	T 22 820 4078	T 22 820 5075	T 22 820 4891	
E Rafal.Benecki@ing.pl	E Piotr.Poplawski@ing.pl	E Leszek.Kasek@ing.pl	E Karol.Pogorzelski@ing.pl	E Dawid.Pachucki@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.