

Tygodnik ING

Fed w tym tygodniu nie zmieni stóp. Złoty pozostanie pod presją.

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

26 lipca 2021



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



W skrócie

- W ubiegłym tygodniu zachowanie rynków zdominowały obawy przed pandemią wobec rosnącej globalnie liczby zachorowań, m.in. w Europie i Azji. Efektem był dalszy, choć już spokojniejszy spadek €/US\$, z 1,1830 na 1,1760. Doszło też do umocnienia na europejskich rynkach długu, Bund w skali tygodnia zyskał około 5pb. Amerykańskie 10latki zakończyły tydzień blisko otwarcia z poniedziałku. Retoryka EBC zaprezentowana na posiedzeniu w czwartek nie zaskoczyła rynków.
- Po kilku dniach nieudanych prób wybicia się ponad 4,60 w ubiegłym tygodniu doszło do korekty / realizacji zysków na €/PLN. Para cofnęła się do 4,56, ale tydzień zakończyła blisko poziomów z poniedziałku, tj. 4,58. POLGBs zakończyły tydzień dalszym umocnieniem, 7pb na długim końcu. Wycenom pomogła zarówno sytuacja na europejskich rynkach, jak i oczekiwania na niską podaż SPW netto co najmniej do końca roku.
- W tym tygodniu uwagę rynków skupi prawdopodobnie posiedzenie Fed. Retoryka prezentowana przez J.Powell'a kontrastuje m.in. z ostatnimi projekcjami, sugerującymi przybliżający się moment podwyżek stóp. Widzimy ryzyko, że komunikat po posiedzeniu może być bardziej jastrzębi niż sugerowały to ostatnie wypowiedzi członków Komitetu, czy seria rozczarowujących danych z USA. W połączeniu z obawami przed kolejną falą pandemii sugeruje to spadek pary €/US\$ do dołków z marca, tj. około 1,17, w ciągu około tygodnia. Spodziewamy się jednocześnie umocnienia na niemieckim rynku długu i wzrostu spreadu Treasuries względem tamtejszej krzywej.
- Uważamy, że korekta / umocnienie złotego z ubiegłego tygodnia okaże się krótkotrwała. Walutom rynków wschodzących nie pomoże ani strach przed skutkami Covid-19, ani oczekiwanie dalsze zejście €/US\$. Dlatego naszym zdaniem w ciągu tygodnia-dwóch kurs €/PLN dotrze do ostatnich szczytów na 4,60. Para €/PLN prawdopodobnie utrzyma się ponad 4,50 do końca wakacji. Na krajowym rynku długu oczekujemy stabilizacji lub minimalnego umocnienia. Pewnym ryzykiem jest jednak możliwe zaskoczenie retoryką Fed.

Kalendarz makroekonomiczny

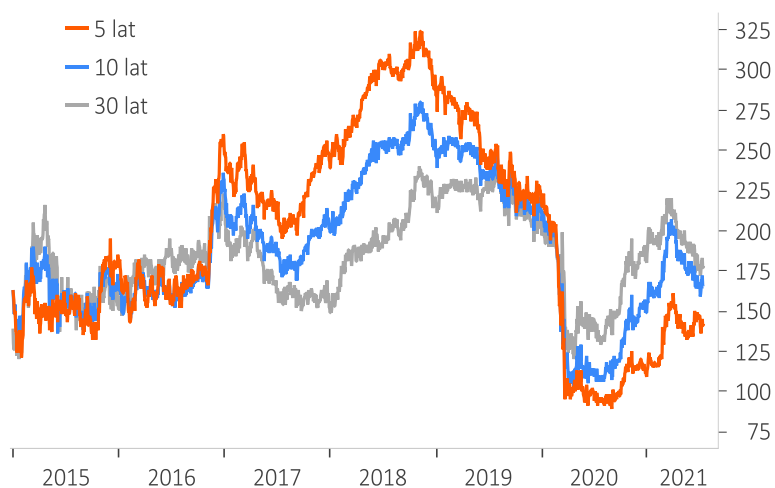
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
27 VII	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VII	124,5pkt.	124,0pkt.	127,3pkt.
28 VII	USA	20:00	Decyzja FOMC		b.z.	b.z.	b.z.
29 VII	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw	9,5%	8,0%	6,4%
30 VII	Niemcy	8:00	PKB kw/kw	II kw		2,1%	-1,8%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	II kw		13,2%	-1,3%
			HICP r/r	VII	2,1%		1,9%
			Inflacja bazowa r/r	VII	1,0%		0,9%

Rynki walutowe – zejście €/US\$ do 1,17.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

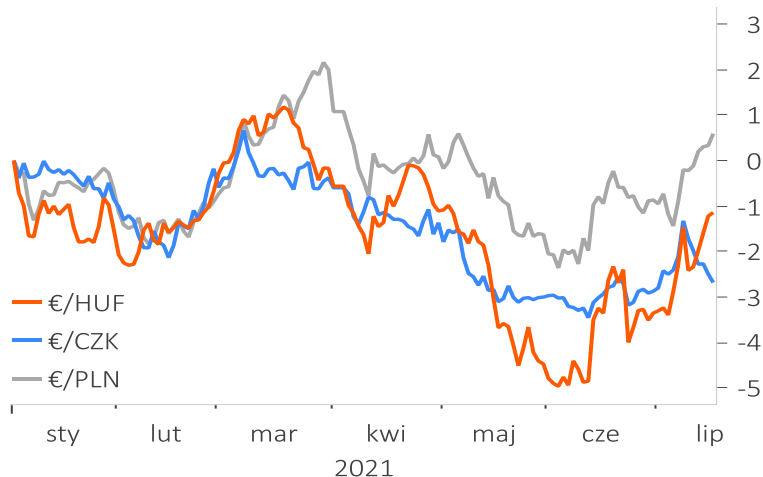


€/US\$:

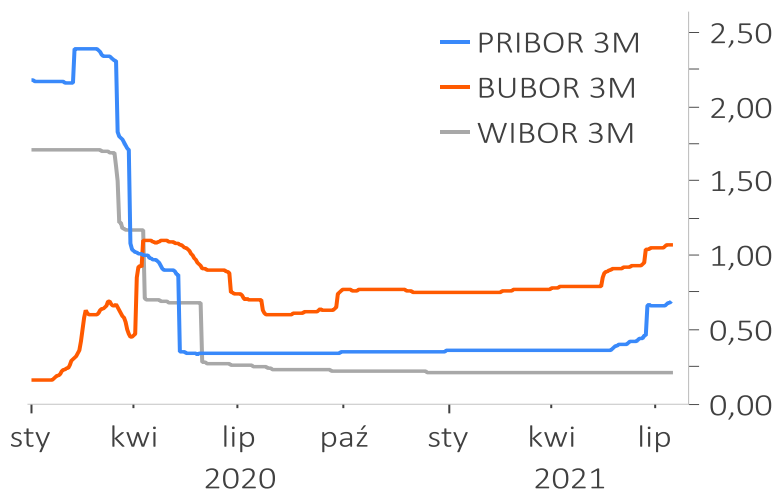
- Presja na spadek €/US\$ hamuje, mimo obaw przed pandemią. Inwestorzy prawdopodobnie spodziewają się, że w razie większych napięć Fed zmuszony będzie utrzymać niezmienną politykę pieniężną na dłużej mimo podwyższonej inflacji i dobrej koniunktury w USA. Dlatego nawet jeżeli przekaz po odbywającym się w tym tygodniu posiedzeniu FOMC będzie bardziej jastrzębi niż oczekują tego inwestorzy, większy spadek pary €/US\$ niż do 1,17 może być trudny.
- Naszym zdaniem kurs może utrzymać się poniżej 1,20 do końca wakacji. Wsparciem dla dolara powinny być odsuwający się moment normalizacji polityki EBC, a także niepewność co do ścieżki wyjścia globalnej gospodarki, szczególnie rynków wschodzących, z zapaści z uwagi na czwartą falę pandemii.
- Uważamy jednak, że najpóźniej w 4kw21 para €/US\$ wróci do wzrostu, pod koniec roku docierając nawet do 1,23. Wsparciem dla euro powinna być poprawiająca się koniunktura w Europie, szczególnie po uruchomieniu Funduszu Odbudowy. Szczyt aktywności gospodarczej, jak i inflacji w USA jest natomiast prawdopodobnie już za nami. Co więcej widzimy istotne szanse, że przebieg 4 fali pandemii będzie istotnie mniej dotkliwy dla gospodarek niż obecnie obawiają się tego rynki. Wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści po pandemii oczekujemy też odpływu kapitałów z USA na rynki wschodzące.
- Głównym ryzykiem dla naszego scenariusza wydaje się ostrzejszy przebieg pandemii, zwłaszcza na rynkach wschodzących.

Rynki walutowe – złoty w wakacje pozostanie słaby.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

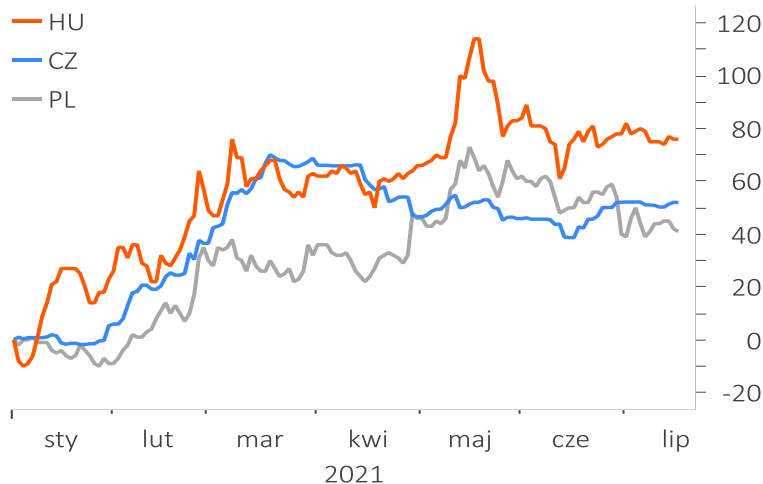


€/PLN:

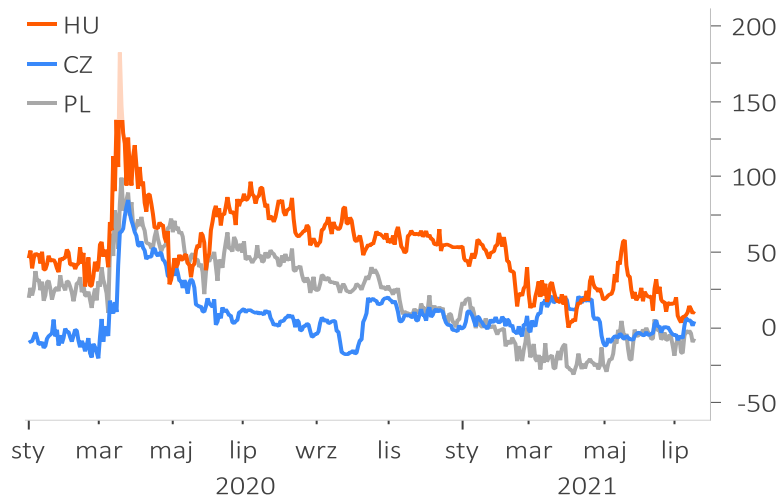
- Zachowanie złotego w ubiegłym tygodniu sugeruje, że kierunek pary €/PLN w najbliższych dniach wyznaczy €/US\$ i ogólny sentyment na rynkach. Pandemia na świecie narasta, zniechęcając inwestorów do walut rynków wschodzących.
- Widzimy też ryzyko, że retoryka FOMC podczas posiedzenia w tym tygodniu nie będzie równie łagodna jak mogą zakładać to rynki. Dlatego uważamy, że korekta / umocnienie złotego z ubiegłego tygodnia okaże się krótkotrwała. Naszym zdaniem w ciągu tygodnia-dwóch kurs €/PLN dotrze do ostatnich szczytów na 4,60.
- W wakacje złoty najprawdopodobniej pozostanie słaby. Łagodna polityka NBP dość mocno kontrastuje z innymi rynkami wschodzącymi, także w regionie. W najbliższych tygodniach prawdopodobnie nie wyklaruje się również jednoznaczny obraz skutków 4 fali pandemii. Naszym zdaniem kurs €/PLN nie dotrze jednak powyżej 4,63-65. Już obecnie złoty jest dość bliski istotnego niedowartościowania (por wykresy na przedostatniej stronie).
- W dalszej części roku oczekujemy jednak umocnienia złotego. W gronie rynków wschodzących Polska wydaje się szczególnie odporna na pandemię z uwagi na relatywnie dobre tempo szczepień (zbliżone do średniej UE) i zróżnicowaną strukturę gospodarki (szczególnie niższy udział motoryzacji). Uważamy również, że wysoka inflacja skłoni RPP do podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. Ponadto walutom CEE pomóc powinien oczekiwany przez nas wzrost kursu €/US\$. Na koniec roku oczekujemy zejścia €/PLN do około 4,40.

Rynek długu – wzrosty rentowności dopiero po wakacjach.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

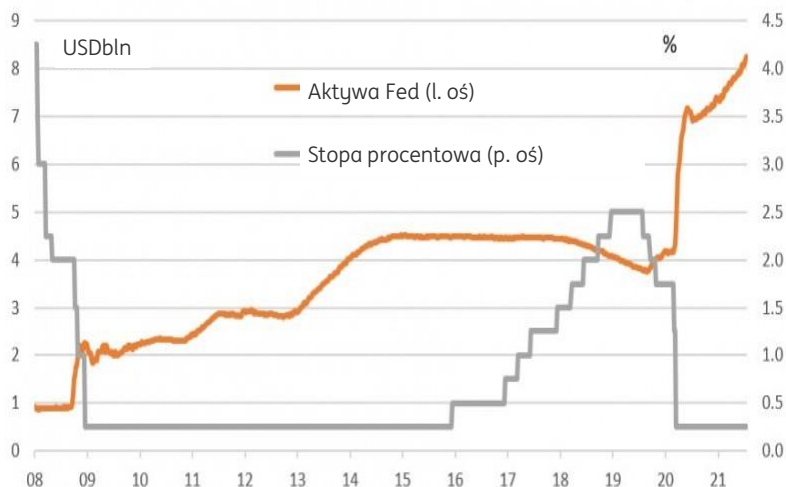


POLGBs:

- Do końca wakacji spodziewamy się stabilizacji lub dalszego umocnienia POLGBs. Obawy związane z kolejną falą pandemii wspierają bazowe rynki długu, zwłaszcza w Europie. Nakładają się na to niskie podaż netto na rynkach bazowych i praktycznie zerowe w kraju. Płynność na krajowym rynku długu jest ciągle słaba. Znaczna część handlu odbywa się na swapach, co prowadzi do sporych zmian asset swapów, w zasadzie bez konkretnych powodów.
- Pewnym ryzykiem jest odbywające się w tym tygodniu posiedzenie Fed – naszym zdaniem przekaz Komitetu nie musi być równie łagodny jak oczekuje tego rynek. To zagrożenie przede wszystkim dla długiego końca.
- Trwałego wzrostu rentowności POLGBs oczekujemy raczej dopiero po wakacjach, lub jeszcze później, tj. gdy zacznie się krystalizować obraz 4 fali pandemii w gospodarce. Rentowności POLGBs powinny wrócić wtedy do wzrostu w ślad za rynkami bazowymi. Powinna temu jednak towarzyszyć kompresja spreadów do Bunda i ewentualnie asset swapów – to efekt ograniczenia nowych emisji netto SPW w tym roku. Niska podaż netto może utrzymać się także w 2022, biorąc pod uwagę, poduszkę płynności Ministerstwo w okolicach PLN150mld.
- Oczekiwana przez nas podwyżka stóp NBP w 4kw21 powinna przełożyć się na spłaszczenie krzywej pod koniec roku przez większe wzrosty na krótkim końcu. Rynek ciągle nie w pełni wycenia zmianę stóp NBP w tym roku. Prawdopodobnie nie zmieni się to do końca wakacji, z uwagi na niepewność co do przebiegu 4 fali pandemii.

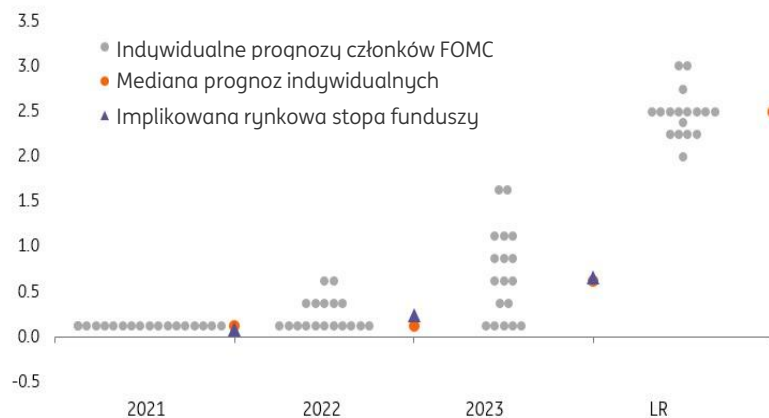
FOMC nie zmieni parametrów polityki pieniężnej.

Fed: Bilans i docelowa stopa funduszy



- Naszym zdaniem w środę Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (FOMC) utrzyma stopy (0-0,25%) i QE (USD120mld miesięcznie) w USA bez zmian. Sugeruje to choćby ostatnia wypowiedź J.Powella, szefa Fed. Jego zdaniem presja inflacyjna w gospodarce USA będzie w dużej mierze przejściowa, a poziom zatrudnienia pozostaje o 6 mln niższy niż przed wybuchem pandemii. Dlatego nie widzi on pilnej potrzeby sygnalizowania rychłej zmiany polityki pieniężnej.
- Pomimo gołębih wypowiedzi prezesa stopniowo zmienia się jednak układ sił w FOMC. Mediana oczekiwań członków Komitetu co do pierwszej podwyżki stóp w USA już przesunęła się na 2023, a do wskazania 2022 brakuje już tylko 2 głosów z FOMC. Może je przynieść niespodziewany skok inflacji CPI w czerwcu (do 5,4%/r/r, najwyższej od sierpnia 2008)c, ale formalnie musimy na to poczekać do września i kolejnej aktualizacji prognoz Fed.
- Z uwagą będziemy natomiast śledzić jakiegokolwiek sygnały dotyczące ew. ograniczenia QE. Fed ma to zapowiedzieć z dużym wyprzedzeniem. Wewnątrz dyskusje rozpoczął już w czerwcu i naszym zdaniem w lipcu będą one kontynuowane, choć ciągle w zamkniętym gronie.
- Uważamy, że Fed poczeka z przygotowaniem temperowania skupu aktywów do sierpniowej konferencji w Jackson Hole, a szczegóły taperingu doprecyzuje na posiedzeniu FOMC we wrześniu. Formalnie tapering może być ogłoszony już w grudniu 2021 i naszym zdaniem redukcje będą szybkie, z możliwością zakończenia QE w 2kw22.
- Utrzymująca się wysoka inflacja w USA (oczekujemy, że nie spadnie poniżej 4% do 1Q22) w warunkach silnego wzrostu PKB i rosnącej presji płacowej może naszym zdaniem przynieść pierwszą podwyżkę stóp w USA już w 4kw22.

Oczekiwane przez członków FOMC zmiany stóp %



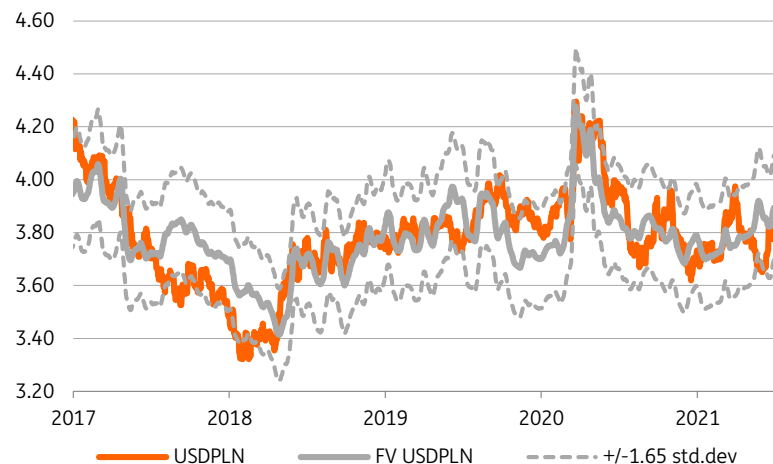
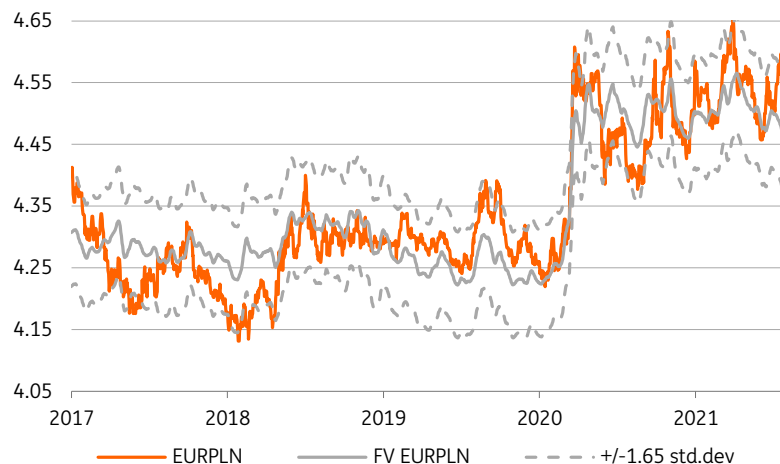
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22
US\$/PLN	3.71	3.69	3.65	3.60	3.56	3.57	3.59	3.60	3.63	3.66	3.69	3.70
€/PLN	4.45	4.43	4.41	4.40	4.38	4.40	4.41	4.43	4.43	4.43	4.43	4.42
CHF/PLN	3.96	3.96	3.91	3.86	3.81	3.82	3.84	3.85	3.85	3.85	3.85	3.84
GBP/PLN	5.21	5.21	5.19	5.17	5.15	5.19	5.23	5.27	5.29	5.32	5.34	5.33

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Osłabienie walut rynków wschodzących w wakacje doprowadziło kurs €/PLN do poziomu bliskiego odpowiadającego istotnemu niedowartościowaniu naszej waluty. Złoty jest również lekko niedowartościowany wobec dolara.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań 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.