

Tygodnik ING

SPD wygrywa wybory parlamentarne w Niemczech. PLN stopniowo odrabia straty.

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

27 września 2021



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



W skrócie.

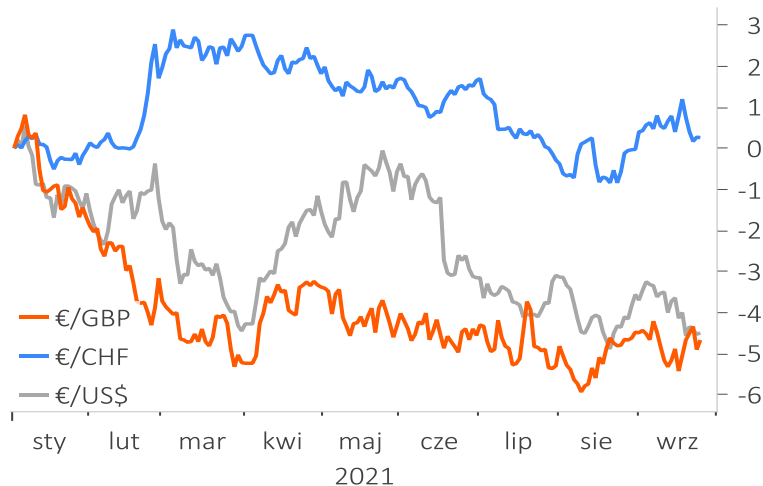
- Zachowanie rynków w ubiegłym tygodniu zdominowały posiedzenie Fed oraz obawy związane z problemami gigantycznego chińskiego developera Evergrande. Chociaż projekcje FOMC wskazały na szybszy wzrost stóp w USA niż sugerowały to prognozy ekonomistów, kurs €/US\$ nie był w stanie trwale przebić się poniżej 1,17. Rynek też dość szybko otrząsnął się z niepokojów wywołanych przez Evergrande dzięki zastrzykom płynności dla banków z chińskiego banku centralnego. W efekcie kurs €/PLN ze szczytu ponad 4,63 obniżył się blisko 4,60. Dochodowości zareagowały na projekcje Fed solidnym wzrostem, rentowność amerykańskiej 10latki podniosła się o 10pb w skali tygodnia. W przypadku Bunda było to 7pb, wycenom europejskiego długu pomogło rozczarowanie wynikami PMI ze strefy euro. Krajowa 10latka zakończyła tydzień tylko minimalnym wzrostem (2pb). To najprawdopodobniej skutek braku nowych podaży SPW.
- Przez większą część tego tygodnia nie ma szczególnie istotnych danych z głównych gospodarek. Pewnym ryzykiem dla euro są wyniki wyborów w Niemczech, gdzie rozmowy koalicyjne mogą się przeciągnąć. Uwagę rynku najprawdopodobniej skupią wystąpienia członków FOMC, w tym J.Powell'a. Nie spodziewamy się jednak, aby przyniosły one wiele więcej informacji niż zeszlotygodniowe posiedzenie Fed. Dlatego oczekujemy, że przez większą część tygodnia para €/US\$ powinna utrzymać się blisko 1,17. Widzimy jednak większe szanse na wzrost pary niż na jej spadek, gdyż perspektywa szybszych podwyżek stóp Fed jest już w cenach.
- W tym tygodniu poznamy również PMI oraz wstępne dane o inflacji z kraju. Już ostatnie dane o koniunkturze w Polsce pokazały, że przemysłowi coraz bardziej ciężą utrzymujące się globalnie problemy w łańcuchach dostaw. Są to czynniki, które prawdopodobnie dalej będą ciągnąć w dół nastroje w przetwórstwie przemysłowym. Rosnące ceny paliw, drożejąca żywność i utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja bazowa wskazują natomiast, że CPI we wrześniu raczej nie spadnie poniżej odczytu z sierpnia, tj. 5,5%/r.

Kalendarz makroekonomiczny

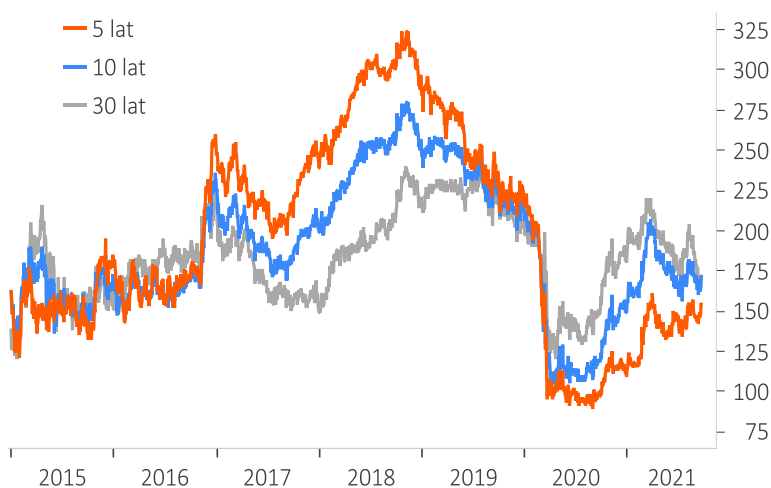
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
30 IX	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	6,6%	6,6%	6,6%
1 X	Polska	9:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	IX	55,0pkt.	54,8pkt.	56,0pkt.
		10:00	CPI r/r	IX	5,5%	5,5%	5,5%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	IX	-	3,3%	3,0%
			Inflacja bazowa r/r	IX	-	1,9%	1,6%
	USA	16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	IX	59,0pkt.	59,5pkt.	59,9pkt.

Rynki walutowe – €/US\$ utrzyma się blisko 1,17.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

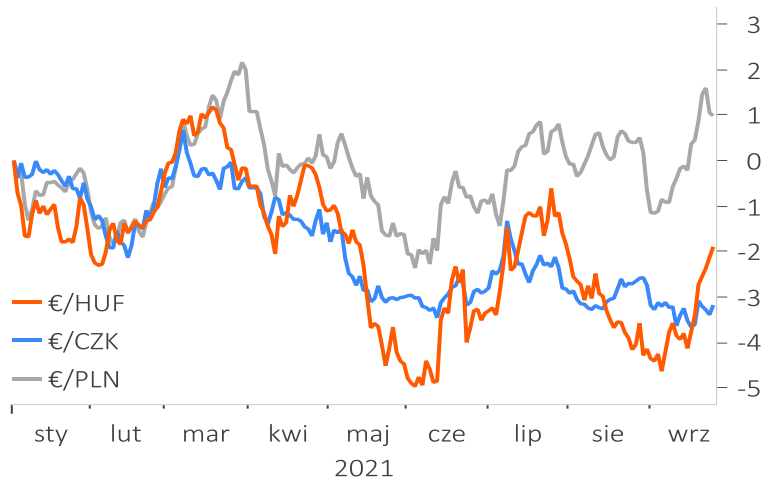


€/US\$:

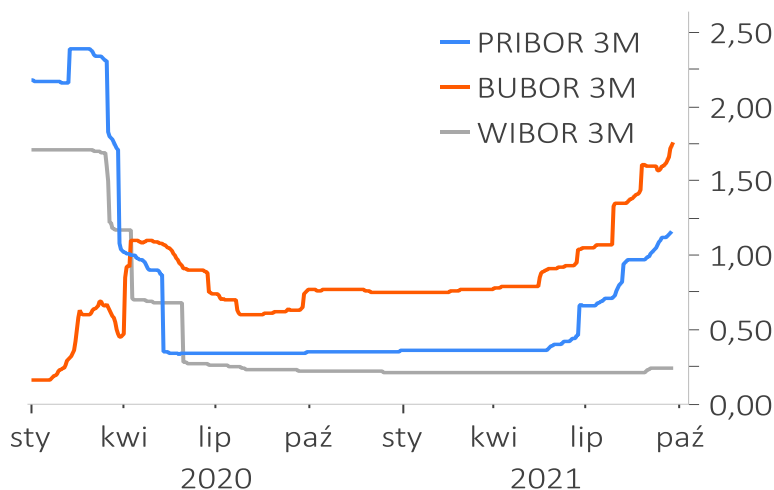
- Przez większą część tego tygodnia nie ma szczególnie istotnych danych z głównych gospodarek. Dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls) poznamy dopiero za tydzień. Pewnym ryzykiem dla euro są wyniki wyborów w Niemczech, gdzie rozmowy koalicyjne mogą się przeciągnąć.
- Uwagę rynku najprawdopodobniej skupią wystąpienia członków FOMC, w tym J.Powell'a. Nie spodziewamy się jednak, aby przyniosły one wiele więcej informacji niż zesłotygodniowe posiedzenie Fed. Dlatego oczekujemy, że przez większą część tygodnia para €/US\$ powinna utrzymać się blisko 1,17. Widzimy jednak większe szanse na wzrost pary niż na jej spadek, gdyż perspektywa szybszych podwyżek stóp Fed jest już w cenach.
- Nie wykluczamy, że para €/US\$ może pogłębić spadek na początku października, ale nie dalej jak do 1,16. Kluczowe znaczenie będą mieć tu najbliższe dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls). Dolara w dalszym ciągu wspiera też solidna koniunktura w USA, jak i oczekiwania na szybkie rozpoczęcie taperingu przez Fed. Ciężarem dla koniunktury w Europie w najbliższym czasie prawdopodobnie będą m.in. problemy w globalnych łańcuchach dostaw.
- Pod koniec roku presja na umocnienie dolara powinna jednak osłabnąć. Wsparciem dla euro powinna być poprawa koniunktury w Europie (Fundusz Odbudowy i łagodniejszy przebieg zakażeń wariantem delta koronawirusa), podczas gdy w USA możliwe jest zacieśnienie fiskalne już w 2pół21. Słabnięcie pandemii globalnie powinno też sprzyjać odpływowi kapitałów z USA na rynki wschodzące.

Rynki walutowe – €/PLN powinien zejść poniżej 4,60.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

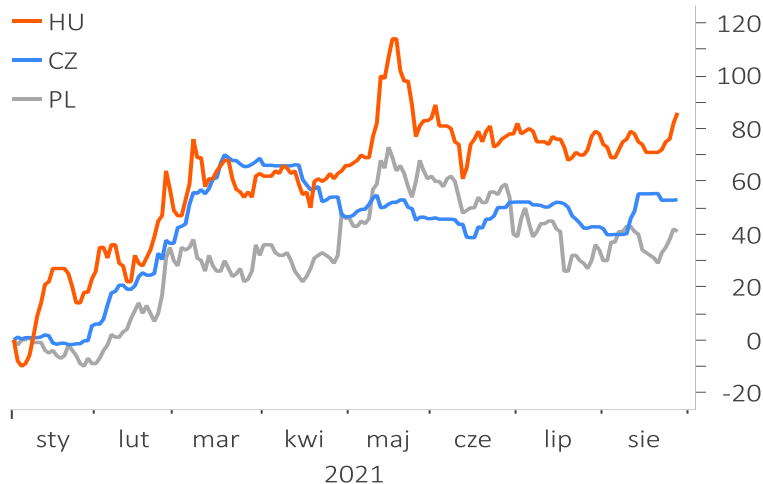


€/PLN:

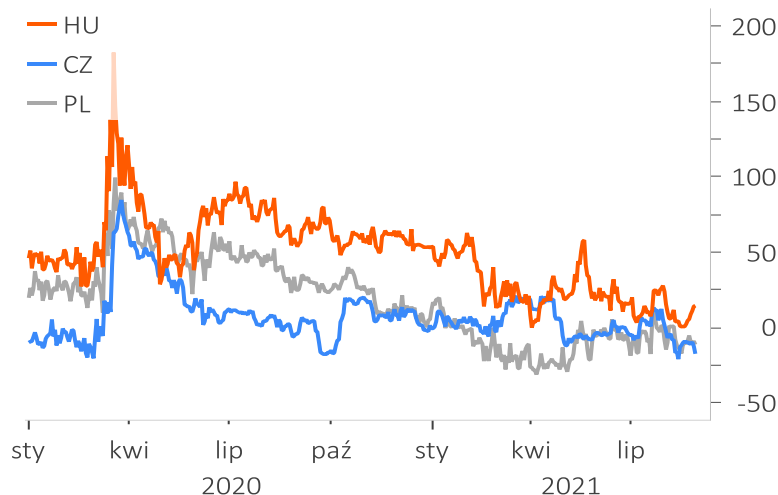
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób powrotu pary €/PLN poniżej 4,60. Złotego powinien wspierać spadek obaw związanych z chińskim deweloperem Evergrande, widoczny np. na rynkach akcji. Ponadto złoty w poprzednich tygodniach silnie się osłabił i według naszych szacunków ciągle jest istotnie niedowartościowany do euro – wykresy na przedostatniej stronie. Dlatego na przełomie miesiąca oczekujemy powrotu pary €/PLN do wsparcia na poziomie 4,57.
- W 4kw21 spodziewamy się dalszej aprecjacji złotego, wraz z odbudową koniunktury na rynkach wschodzących po pandemii. Skala spadku pary €/PLN może jednak być mniejsza niż zakładaliśmy jeszcze kilka tygodni temu. Pole do wzrostu €/US\$ w końcówce roku może być relatywnie niewielkie. Co więcej, retoryka RPP prawdopodobnie przekonała rynki, że mimo podwyższonej inflacji tempo wzrostu stóp NBP będzie niewielkie. Dodatkowo, podejście RPP kontrastuje ze zdecydowaną reakcją władz monetarnych na Węgrzech i w Czechach. Już obecnie stopy procentowe w kraju są o ponad 100pb niższe niż u naszych sąsiadów. Dlatego oczekujemy, że kurs €/US\$ pod koniec roku znajdzie się w okolicach 4,47.
- Perspektywa stopniowej normalizacji polityki Fed w kolejnych miesiącach sugeruje, że bez zdecydowanej zmiany nastawienia RPP kurs €/PLN utrzyma się powyżej 4,40 co najmniej na początku przyszłego roku, a prawdopodobnie dłużej. Dodatkowym ryzykiem na 2022 jest dalsze pogorszenie salda bilansu handlowego Polski.

Rynek długu – Stabilizacja SPW, ryzyko przeceny w 4kw21.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

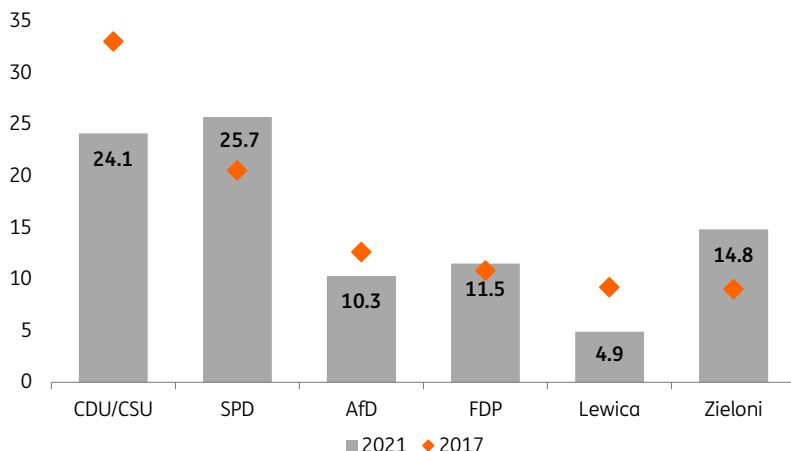


POLGBs:

- POLGBs w tym tygodniu powinny podążać za sytuacją na rynkach bazowych. Wskazuje to na niewielki wzrost rentowności, głównie na długim końcu. Inwestorzy powinni śledzić też ewentualne doniesienia z NBP, szczególnie w kontekście odbywającego się w tym tygodniu posiedzenia technicznego RPP. W analizach pojawiają się różne koncepcje, np. że jest ono przygotowaniem do wygaszenia skupu aktywów przez NBP. Miejsca na większy wzrost dochodowości na razie nie ma ze względu na brak nowych podaży netto SPW i stabilny popyt z kraju.
- W 4kw21 dojdzie prawdopodobnie jednak do większego osłabienia papierów skarbowych. Z jednej strony oczekujemy przeceny na rynkach bazowych wraz ze wzrostem emisji w USA po podniesieniu limitu zadłużenia – może to nastąpić już w przyszłym miesiącu. Najprawdopodobniej nałoży się na to ograniczenie skupu papierów przez Fed – zapowiedzi taperingu oczekujemy w listopadzie. Ponadto czynnikiem ryzyka jest rozluźnienie w polityce fiskalnej w kraju w związku z niespodziewaną nowelizacją budżetu państwa i wzrostem deficytu w tym roku względem przewidywanego wykonania.
- Jednocześnie złotowe asset swapy w 4kw21 powinny pozostać wąskie, lub nawet lekko się zacieśnić. Do końca roku nie przewidujemy emisji netto SPW. Popyt z kraju na dług powinien natomiast pozostać solidny. Nadpłynność krajowych banków nadal rośnie (choć w wolniejszym tempie niż kilka miesięcy temu), co zmusza je do lokowania środków w obligacje skarbowe, nieobjęte podatkiem od aktywów.

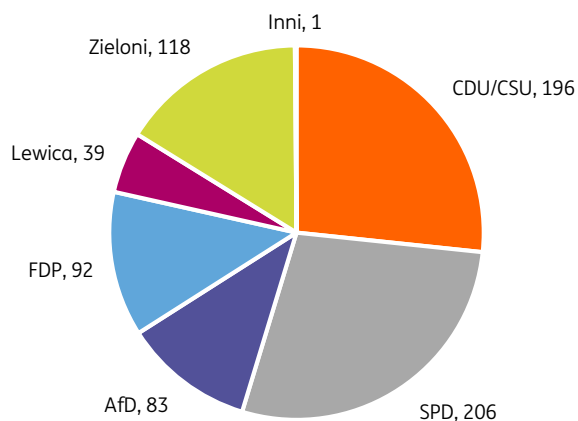
SPD wygrywa wybory do niemieckiego parlamentu.

Porównanie wyników wyborów w 2021 i 2017, % głosów



Źródło: <https://www.bundeswahlleiter.de/>

Podział mandatów w 735-osobowym Bundestagu, liczba



Źródło: <https://www.bundeswahlleiter.de/>

- Według wstępnych oficjalnych wyników, wczorajsze wybory parlamentarne do niemieckiego Bundestagu zwyciężyła SPD z 25,7% głosujących. Kolejne partie osiągnęły następujące wyniki: CDU/CSU - 24,1%, Zieloni - 14,8%, FDP - 11,5%, AfD - 10,3% i Lewica - 4,9%. Wynik chadeków jest najgorszy w historii, natomiast wynik Zielonych - najlepszy w historii.
- W porównaniu z wyborami w 2017, CDU/CSU straciły 50 mandatów w 735-osobowym Bundestagu. Natomiast SPD zyskało 53 mandaty, a Zieloni 51. Również liberalna FDP będzie miała o 12 delegatów więcej w obecnej kadencji. Istotne straty w porównaniu z poprzednimi wyborami odnotowały skrajnie prawicowa AfD i Lewica.
- Prawdopodobnie nowym kanclerzem zostanie O.Scholz, przewodniczący SPD, który pełni funkcję ministra finansów w ustępującym rządzie A.Merkel, wspieranym przez koalicję CDU/CSU i SPD. Będzie to zależeć jednak od porozumienia koalicyjnego z Zielonymi i FDP. Tej pierwszej partii bliżej do socjaldemokratów, natomiast tej drugiej do chadeków. Kluczowe dla przyszłego rządu będzie porozumienie programowe między tymi mniejszymi partiami.
- Rynki nie oczekują istotnych zmian w polityce fiskalnej Niemiec po wczorajszych wyborach. Wynik nie jest zaskoczeniem, gdyż od kilku tygodni wskazywały na to sondaże. Tradycyjnie rządy SPD wiązały się jednak z luźniejszą dyscypliną finansów publicznych niż rządy pod przewodnictwem chadecji. Wynik ten został już zdyskontowany w cenach Bundów. W poniedziałek otwarciu niemieckie 10latki były notowane są na poziomie -0,22%, czyli podobnie do piątkowego zamknięcia.

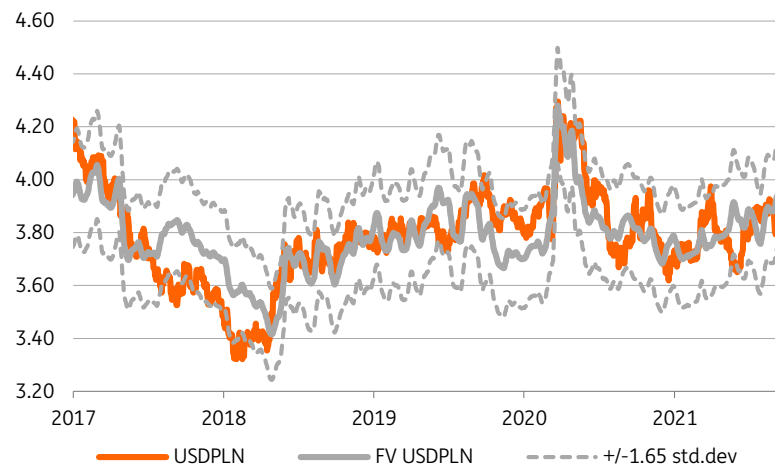
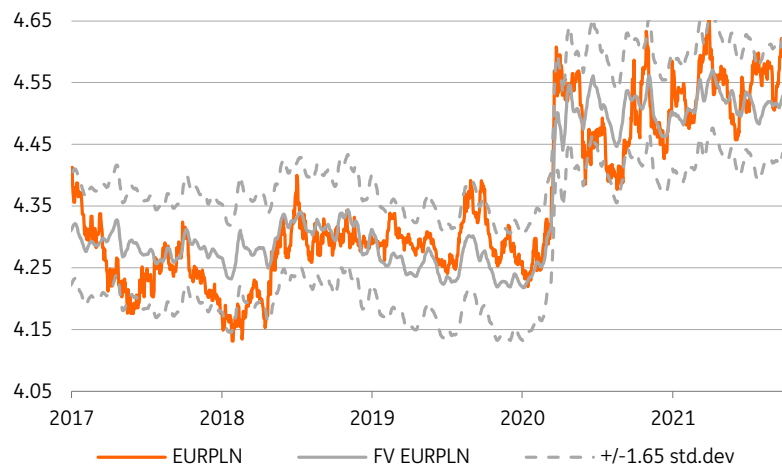
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22
US\$/PLN	3.76	3.74	3.73	3.68	3.64	3.60	3.63	3.66	3.68	3.72	3.75	3.79
€/PLN	4.51	4.49	4.47	4.46	4.44	4.43	4.43	4.42	4.42	4.44	4.45	4.47
CHF/PLN	3.99	3.94	3.89	3.88	3.86	3.85	3.85	3.85	3.84	3.86	3.87	3.89
GBP/PLN	5.31	5.28	5.26	5.26	5.27	5.27	5.29	5.31	5.33	5.35	5.37	5.39

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest obecnie bardzo bliski silnemu niedowartościowaniu wobec euro. Sugeruje to powrót €/PLN poniżej 4,60 na przełomie miesiąca. Wycena wobec dolara jest bliska modelowej.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zdecydowanie niższe od wskazań modelu. Rozbieżność względem wskazań modelu zwiększyła się po wzroście oczekiwań na podwyżki stóp NBP, czemu towarzyszył mniejszy wzrost rentowności SPW.



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.