

Tygodnik ING

Złoty do końca roku pozostanie słaby. W XI podwyżka stóp NBP może być niższa niż wycenia rynek.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

11 października 2021



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



W skrócie.

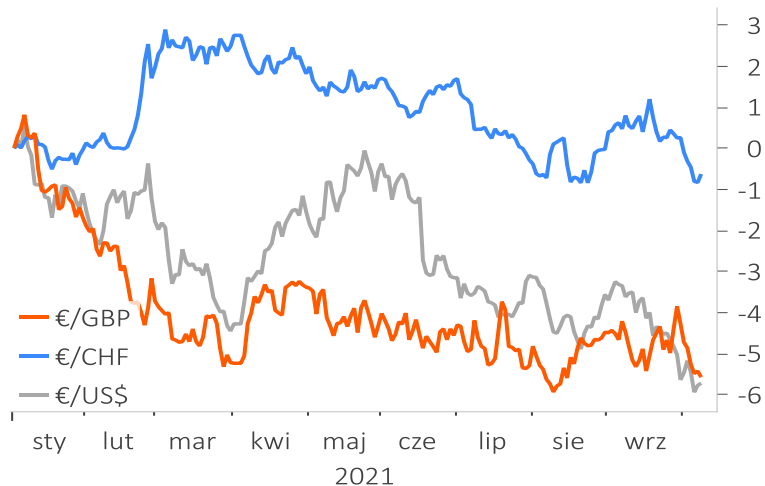
- W ubiegłym tygodniu doszło do istotnego wzrostu rentowności na rynkach bazowych, 7bp w przypadku Bunda i blisko 15pb w przypadku amerykańskich 10latek. To efekt oczekiwań na szybkie wygaszenie QE w USA oraz silnych wzrostów cen niektórych surowców, szczególnie gazu ziemnego. Kurs €/US\$ wyhamował spadek blisko 1,16. Na umocnienie dolara nie pozwoliło m.in. rozczarowanie piątkowymi payrolls. Zmienność złotego pozostała bardzo wysoka. Kurs €/PLN zanurkował po niespodziewanej podwyżce stóp NBP, z 4,60 do 4,54. W dalszej części tygodnia złoty oddał jednak całe umocnienie, z uwagi na komentarze Prezesa NBP sugerujące dłuższą przerwę w podwyżkach stóp oraz obawy przed eskalacją konfliktu z KE. Na krajowym rynku długu obserwowaliśmy silny wzrost rentowności, około 20pb na długim końcu.
- W tym tygodniu punktem uwagi rynków będą prawdopodobnie znów dane z USA, szczególnie sprzedaż detaliczna i inflacja. Spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki cen, odzwierciedlającej mocny popyt konsumpcyjny, pozwalający firmom przerzucić rosnące koszty na konsumentów. W przypadku sprzedaży detalicznej oczekujemy wyniku lekko gorszego od oczekiwań. To jednak nie efekt słabego popytu, ale ograniczeń w dostępności nowych aut. Obraz gospodarki w USA pozostaje dobry, co naszym zdaniem pozwoli na ogłoszenie taperingu przez Fed w przyszłym miesiącu. Taki układ danych powinien też utrzymać parę €/US\$ relatywnie blisko 1,16 do końca tego tygodnia.
- W kraju oczekujemy danych o bilansie płatniczym. Naszym zdaniem odbicie popytu w Polsce przy ograniczeniach podażowych ciężących eksportowi to kombinacja, która prowadzi do szybkiego pogorzenia równowagi zewnętrznej. Spodziewamy się, że deficyt w bilansie obrotów bieżących w sierpniu wyniósł €1,2mld wobec €1,8mld w lipcu. Z punktu widzenia rynku ważniejsze będą jednak obawy o eskalację konfliktu z KE – naszym zdaniem utrzyma to kurs €/PLN blisko 4,60 w tym tygodniu.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 X	Niemcy	11:00	Wskaźnik ZEW	X	25,0pkt.	23,5pkt.	26,1pkt.
13 X	Strefa euro		Produkcja przemysłowa m/m	VIII	-1,5%	-1,7%	1,5%
	USA	14:30	CPI r/r	IX	5,3%	5,3%	5,3%
			Inflacja bazowa r/r	IX	4,1%	4,0%	4,0%
14 X	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	VIII	-€1152mln	-€873mln	-€1827mn
15 X	Polska	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	IX	5,8%	5,8%	5,8%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	IX	-0,5%	-0,3%	0,7%

Rynki walutowe – €/US\$ blisko 1,16 w tym tygodniu.

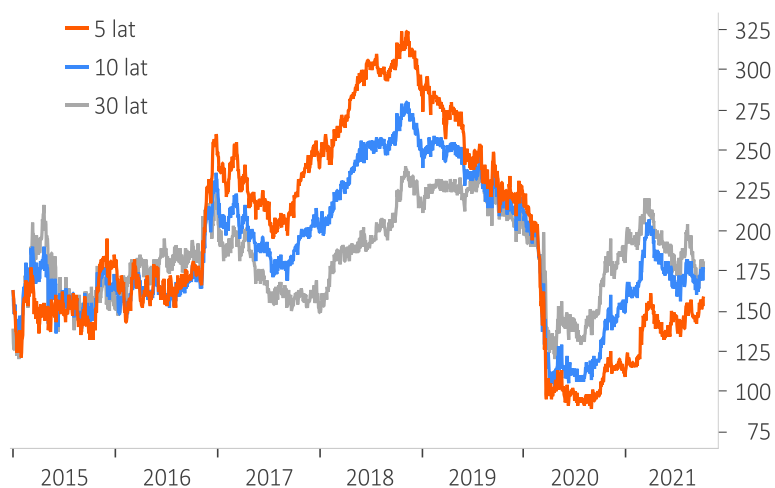
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



€/US\$:

- W tym tygodniu kurs €/US\$ powinien utrzymać się dość blisko 1,16. Publikowane w najbliższych dniach dane z USA (szczególnie sprzedaż detaliczna i inflacja) najprawdopodobniej będą dość bliskie konsensusowi i nie zmienią oczekiwań na moment zapowiedzi taperingu przez Fed. Co więcej, chociaż zmalały szanse na szybkie przeforsowanie kolejnego pakietu fiskalnego w USA, to dolara wspierać powinny obawy o rozlanie się problemów gospodarczych w Chinach na inne rynki wschodzące.
- Uważamy, że w kolejnych tygodniach para €/US\$ będzie powoli podnosić się, docierając do 1,17-18 na koniec roku. Rosną szanse, że nowa koalicja w Niemczech będzie prowadzić bardziej pro wzrostową i proinflacyjną politykę, co jest wsparciem dla euro. Powrót amerykańskiego rynku pracy do stanu sprzed pandemii może też wymagać więcej czasu niż zakładano do tej pory. Najprawdopodobniej nie zniechęci to Fed przed ogłoszeniem taperingu w listopadzie ale inwestorzy mogą zakładać, że tempo tego procesu będzie wolniejsze.
- Z drugiej strony, konsekwencją problemów branży budowlanej w Chinach jest pogorszenie perspektyw gospodarczych azjatyckich rynków wschodzących i ogólny wzrost niepewności na rynkach. Powinno to zniechęcać do przenoszenia kapitałów z USA na rynki wschodzące, szczególnie do Azji. Na scenariuszu takiego odptywu budowane były oczekiwania na silne osłabienie dolara na przełomie roku, dominujący pogląd na rynku jeszcze kilka miesięcy temu.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

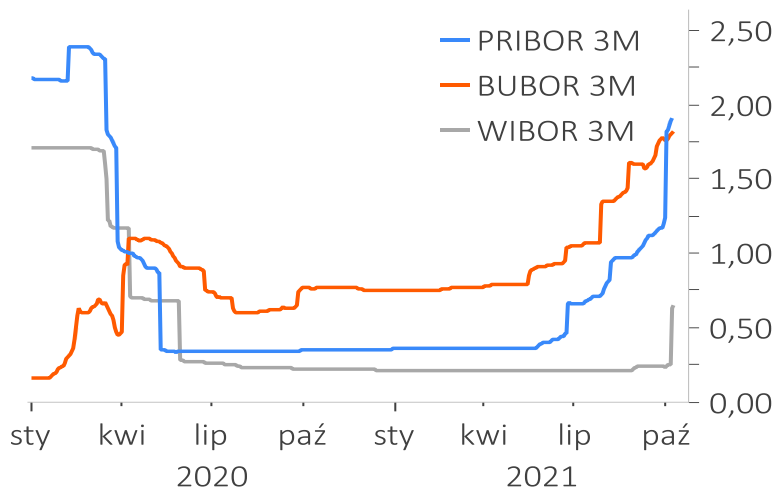


Rynki walutowe – złoty słaby w końcówce roku.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

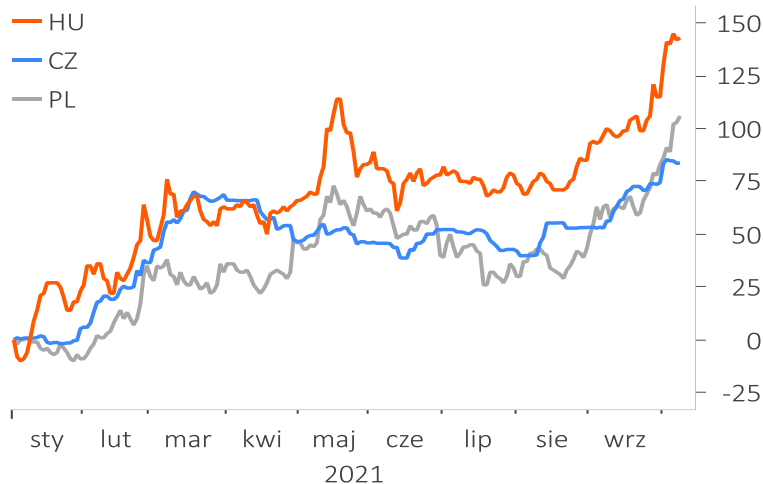


€/PLN:

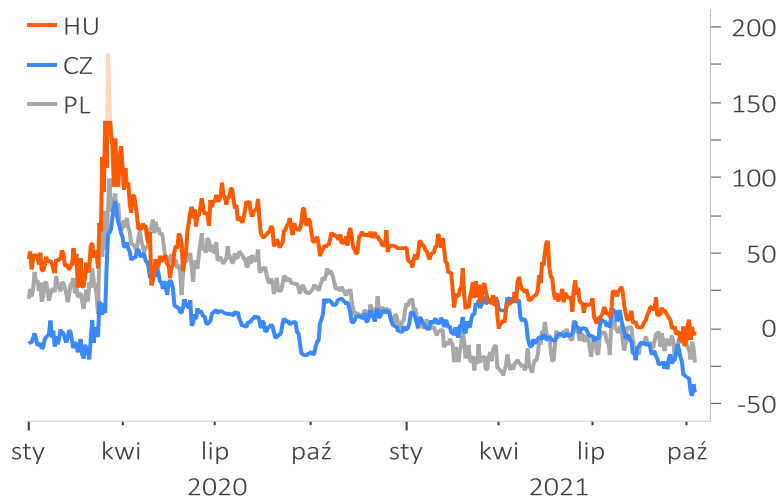
- Ryzyko zaostrenia konfliktu Polski z Komisją Europejską i wstrzymania napływu środków z Funduszu Odbudowy pogarsza perspektywę złotego w 4kw21. W naszej ocenie para €/PLN w najbliższym czasie utrzyma się w okolicach 4,60, a pod koniec roku może zbliżyć do 4,55-58, wraz z oczekiwanym osłabieniem dolara.
- Według naszych szacunków złoty pozostaje silnie niedowartościowany wobec euro – por. wykresy na przedostatniej stronie. Dlatego przynajmniej w horyzoncie tygodnia-dwóch potencjał do wzrostu pary €/PLN nie powinien przekroczyć 4,65. Wsparciem dla krajowej waluty jest też rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp przez NBP. Inwestorzy są raczej zdezorientowani co do kolejnych posunięć Rady, dlatego reakcja złotego na wystąpienia centrowych członków RPP (np. G.Ancyparowicz) może być istotna.
- Trudno powiedzieć kiedy napięcia z KE mogą zmaleć, lub rynek się do nich przystosuje. Zakładamy, że w jakiejś formie mogą utrzymać się do końca roku, zdecydowanie ograniczając potencjał do umocnienia złotego, mimo istotnego niedowartościowania krajowej waluty. W końcówce roku oczekujemy osłabienia dolara, co na ogół jest dla walut naszego regionu korzystne. Powinno to pozwolić na powrót pary €/PLN poniżej 4,60 o ile nie dojdzie do dalszej eskalacji napięć politycznych.
- Dodatkowym ryzykiem dla PLN jest listopad. Rynek wycenia obecnie kolejne 50po podwyżki stóp na posiedzeniu w przyszłym miesiącu. W naszej ocenie będzie to raczej 25pb, choć nie wykluczamy 50pb.

Rynek długu – krótkoterminowa stabilizacja SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

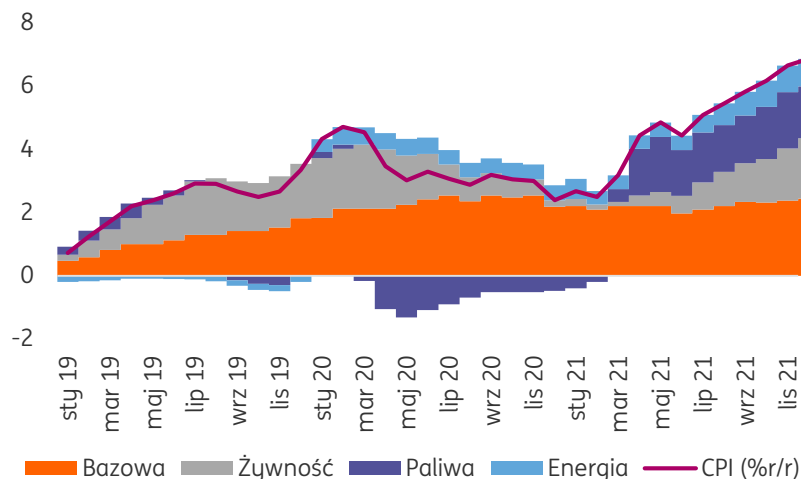


POLGBs:

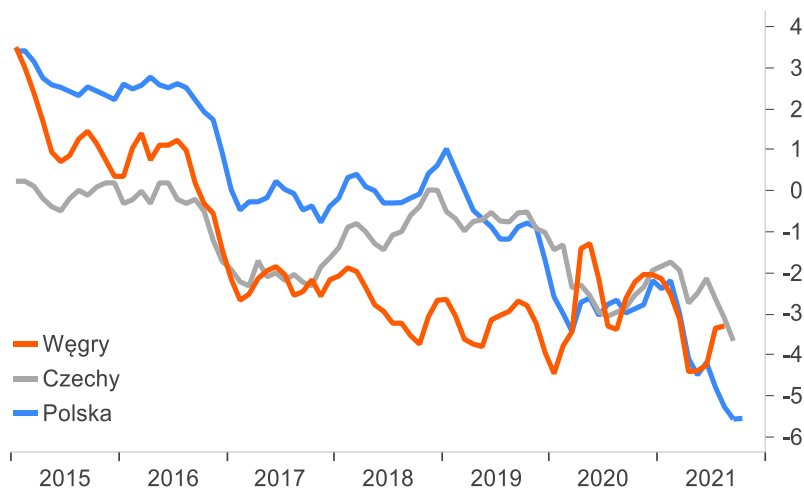
- Krajowy rynek długu wycenił już dość agresywny scenariusz podwyżek stóp NBP, np. 50bp w listopadzie. Trudno zakładać, aby ścieżka miała jeszcze podnieść się w najbliższych dniach. Nie spodziewamy się zaskoczeń publikowanymi w tym tygodniu danymi o inflacji z kraju – wynik powinien być zgodny z odczytem flash. Oczekujemy również, że presja na wzrost rentowności na rynkach bazowych powinna w tym tygodniu wyhamować. Dlatego naszym zdaniem nie ma wiele miejsca na wzrosty rentowności POLGBs w najbliższych dniach.
- Naszym zdaniem przed listopadowym posiedzenie RPP inwestorzy będą szczególnie wyczuleni na wypowiedzi centrowych członków Rady. W komentarzach rynkowych pojawiają się opinie, że wypowiedź Prezesa Glapińskiego o przerwie w podnoszeniu stóp nie jest reprezentatywna dla większości w RPP. Dlatego stawki rynku pieniężnego wyceniają dalsze szybkie podwyżki stop. Gdyby komentarze z Rady ograniczyły te oczekiwania, to prawdopodobnie doszłoby do wystromienia krzywej, tj. spadku rentowności na krótkim końcu, wzrostu na długim. Inwestorzy prawdopodobnie wycenialiby, że RPP będzie musiała nadgonić podwyżki stóp w przyszłości.
- Perspektywa dalszych podwyżek stóp w kraju jeszcze w tym roku i w 2022, w połączeniu z rosnącymi rentownościami na rynkach bazowych, powinna jednak wspierać dalszy wzrost rentowności POLGBs pod koniec roku. Nakłada się na to wyższa podaż SPW w przyjętym przez rząd budżecie na 2022 – mają sfinansować projekty spoza budżetu w miejsce np. papierów BGK.

Wzrost stóp o 40pb nie wyklucza kolejnych podwyżek.

Struktura inflacji CPI



Realne stopy procentowe w regionie (stawki 3M)



- W zeszłym tygodniu RPP podniosła stopy o 40pb. Rada w komunikacie: (1) zauważa, że wysoka inflacja to też zasługa presji popytowej, (2) mniej niż poprzednio niepokoi się perspektywami wzrostu, pandemia jest wciąż zagrożeniem, ale mniejszym, (3) widzi ryzyko, że szoki podażowe mogą być bardziej długotrwałe, (4) pośrednio przyznaje, iż możliwe jest nakręcenie się spirali płacowo-cenowej, bo wskazuje, że w warunkach wysokiego wzrostu PKB i mocnego rynku pracy podwyższona inflacja może się utrzymać.
- Przez długi czas nasz scenariusz podwyżki przed końcem (w listopadzie) roku był poza konsensusem, ale był spójny z naszymi wysokimi prognozami CPI. Te okazały się lepszą wskazówką niż nieprzejrzysta komunikacja NBP.
- Nie wykluczamy kolejnej podwyżki już w listopadzie (choć raczej o 25pb) i kolejnych w 2022 (do ok. 2%). Co prawda prof. Glapiński zapowiedział, że +40pb miało charakter wyprzedzający, a teraz nastąpi dłuższa przerwa, to jedna widzimy parę argumentów za kontynuowaniem zacieśnienia: (1) 40pb wcale nie jest „ucieczką do przodu”, Czesi i Węgrzy podnieśli stopy o 125/105pb, do końca roku podniosą około 200pb, (2) wypowiedzi jastrzębi z RPP wskazują, że decyzja brała pod uwagę bieżące ryzyka inflacyjne, podczas gdy nowa projekcja pokaże CPI w 2023 powyżej poprzedniej projekcji (3,4%/r średnio), a więc CPI długotrwałe będzie utrzymywał się powyżej 3,5%/r, (3) Prof. Glapiński mówił też, że inflacja do końca roku może wzrosnąć do 6%, my widzimy ryzyko 6,8%/r w grudniu i średnio 6,4%/r w 1Q22, (4) RPP może widzieć większe ryzyko efektów drugiej rundy. O tym, że podwyżka rozpoczęła cykl kolejnych mówią Ł.Hardt i E.Gatnar z RPP. Żadnego scenariusza nie wykluczył E.Łon, ale J.Kropiwnicki stwierdził, że wolałby nie podnosić stóp za swojej kadencji.

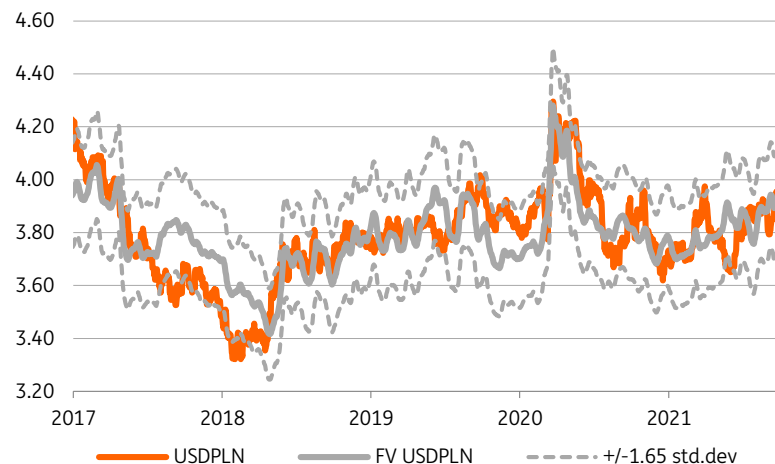
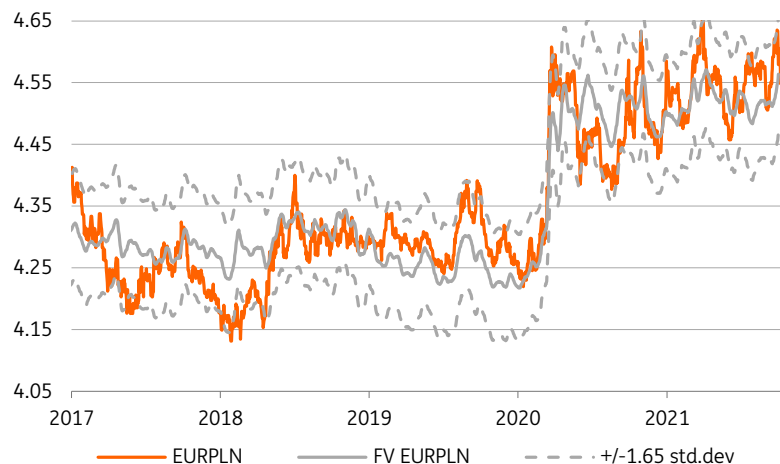
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22
US\$/PLN	3.83	3.82	3.76	3.70	3.65	3.67	3.70	3.73	3.76	3.79	3.83	3.85
€/PLN	4.60	4.58	4.55	4.52	4.49	4.48	4.48	4.47	4.49	4.50	4.52	4.51
CHF/PLN	4.04	3.98	3.96	3.93	3.90	3.90	3.89	3.89	3.90	3.92	3.93	3.92
GBP/PLN	5.41	5.39	5.37	5.36	5.35	5.36	5.37	5.39	5.41	5.43	5.45	5.46

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest obecnie ciągle silnie niedowartościowany wobec euro, ale tolerancja naszego modelu dla wyższej ścieżki €/PLN wzrosła. Stopy procentowe w kraju są wyższe, ale jednocześnie podniosła się zmienność złotego, co jest dla PLN niekorzystne.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Wprawdzie dochodowości SPW podniosły się, ale pozostają zbyt niskie np. na tle złotych stawek IRS.



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.