

Tygodnik ING

Dobra koniunktura w krajowym przemyśle. Złoty nadal pod presją.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

26 października 2021



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



W skrócie.

- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy dalszy wzrost pary €/US\$. Kurs nie był jednak w stanie wybić się ponad 1,1680. Na dolarze prawdopodobnie trwa realizacja zysków z pozycji otwieranych w oczekiwaniu na tapering Fedu. Kolejny tydzień utrzymywała się również presja na waluty CEE, mimo na ogół korzystnego dla nich osłabienia dolara. Trudno jest wskazać jeden konkretny powód, ale dla Polski może to być konflikt z KE, a dla Czech realizacja zysków z pozycji otwieranych w oczekiwaniu na podwyżki stóp, a w przypadku Węgier bliskość wyborów, zmniejszenie skali podwyżek (do 15pb) oraz duża nadpłynność sektora. Od czasu październikowej podwyżki NBP złoty jest jednak najmocniejszy w regionie.
- W piątek poznamy dane o inflacji w Polsce za październik. Inflacja jest już najwyższa od 20-stu lat i nie przestaje rosnąć. Obok uporczywie wysokiej inflacji bazowej w październiku dodatkowo ceny podbiją podwyżki cen gazu oraz rosnące ceny żywności i paliw. To jeszcze nie szczyt inflacji w tym roku. W grudniu może być już ona na poziomie ok. 7%/r. Naszym zdaniem uciekająca inflacja bieżąca i wysokie jej prognozy, które najprawdopodobniej pokaże listopadowa aktualizacja projekcji przez NBP, zbudują większość w RPP za kolejną podwyżką stóp w Polsce już w przyszłym tygodniu, przy okazji listopadowego posiedzenia Rady.
- W naszej ocenie lekki wzrost kursu €/US\$ utrzyma się także w tym tygodniu. Spodziewamy się rozczarowania danymi z USA, co powinno nadal skłaniać inwestorów do zamykania długich pozycji na dolarze. Dodatkowo ECB powinien się w końcu odnieść do zaskoczeń inflacyjnych. Naszym zdaniem prawdopodobne jest wybicie się pary ponad 1,17. Na wiele większy ruch nie liczymy, gdyż zarówno payrolls, jak i posiedzenie FOMC będą dopiero w przyszłym tygodniu. Oczekujemy, że kurs €/US\$ utrzyma się blisko obecnych poziomów do końca roku. Tapering Fed jest już w cenach, a niepewna sytuacja w Azji zniechęca kapitał przed przenoszeniem się na rynki wschodzące. Presja na waluty CEE raczej nie zniknie również w tym tygodniu. Spodziewamy się, że para €/PLN przetestuje 4,63, czyli poziom sprzed decyzji NBP o podwyżce stóp.

Kalendarz makroekonomiczny

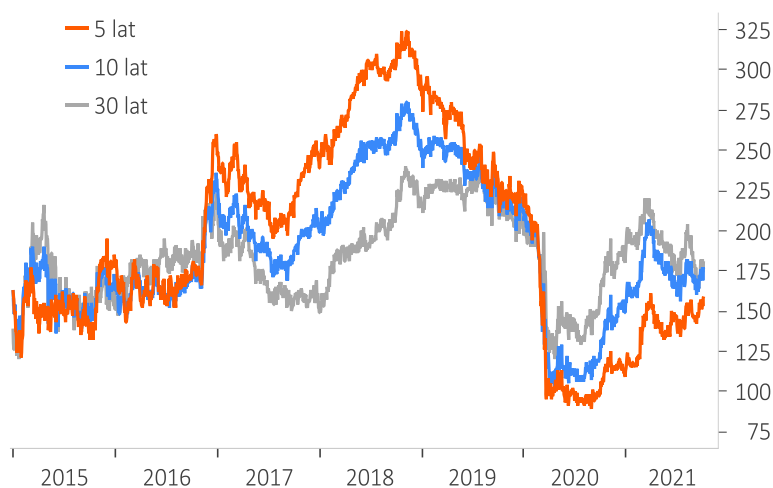
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
26 X	USA	11:00	Nastroje gospodarstw domowych	X	110,0pkt.	110,0pkt.	109,3.pkt.
28 X	Strefa euro	11:00	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	III kw.	2,6%	3,0%	6,7%
29 X	Polska	10:00	CPI r/r	X	6,4%	6,4%	5,9%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	X	-	3,7%	3,4%
			PKB r/r	III kw.	-	-	14,3%
	USA	14:30	Inflacja PCE m/m	IX	0,2%	0,2%	0,3%

Rynki walutowe – powrót €/US\$ ponad 1,17.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

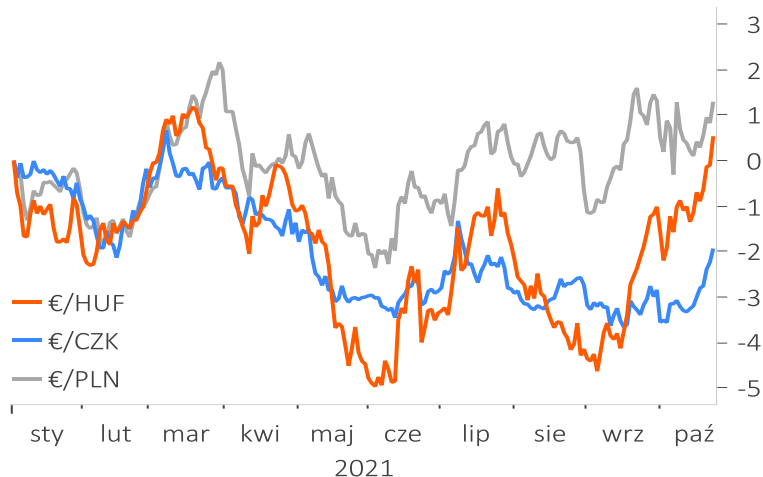


€/US\$:

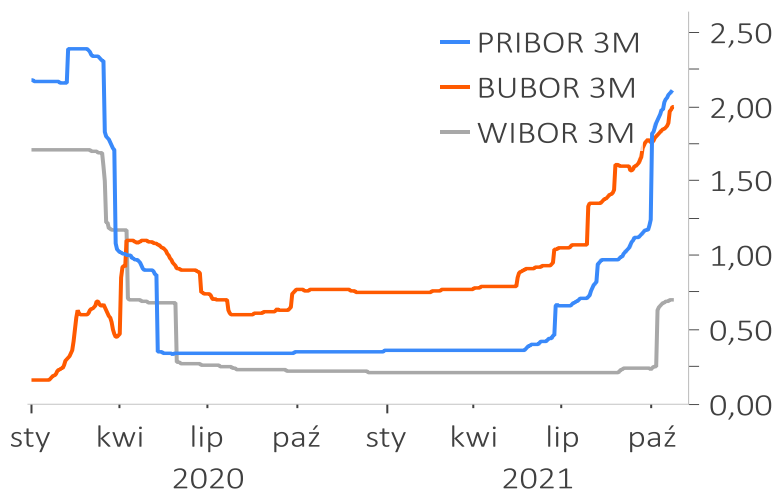
- W najbliższych dniach spodziewamy się kolejnych i naszym zdaniem udanych prób wybicia się pary €/US\$ ponad 1,17. Oczekujemy rozczarowania danymi z USA (np. PKB za 3kw21), co powinno nadal skłaniać inwestorów do zamykania długich pozycji na dolarze. Dodatkowo ECB powinien się w końcu odnieść do zaskoczeń inflacyjnych. Na wiele większy ruch nie liczymy, gdyż zarówno payrolls, jak i posiedzenie FOMC będą dopiero w przyszłym tygodniu.
- W naszej ocenie kurs €/US\$ zakończy handel w tym roku blisko 1,17. Tapering Fed jest już w cenach, a niepewna sytuacja w Azji zniechęca kapitał przed przenoszeniem się na rynki wschodzące. W 1poł21 inwestorzy powszechnie oczekiwali odpływu kapitałów np. do Azji. Problemy gospodarcze np. chińskiej branży budowlanej, zaburzenia w dostawach energii elektrycznej itp. wskazują, że przełom roku w Azji nie będzie równie dobry jak oczekiwano.
- Jednak z drugiej strony amerykański rynek pracy odbudowuje się wolniej od oczekiwań. Dynamika płac jest wysoka, ale wzrost zatrudnienia wyhamował. Oczekujemy, że nie zniechęci to Fed do ogłoszenia taperingu w listopadzie, tj. na najbliższym posiedzeniu. Inwestorzy będą jednak prawdopodobnie zakładać, że podwyżki stóp w USA odsuną się w czasie. Dlatego oczekujemy raczej stabilizacji dolara w najbliższych miesiącach.
- W 2022 dolar prawdopodobnie pozostanie mocny. Powolna odbudowa koniunktury w strefie euro, czy perspektywa podwyżek stóp w USA dają nawet szanse na ponowny spadek €/US\$. Pod koniec 2022 para €/US\$ może nawet zbliżyć się do 1,10.

Rynki walutowe – złoty słaby w końcówce roku.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

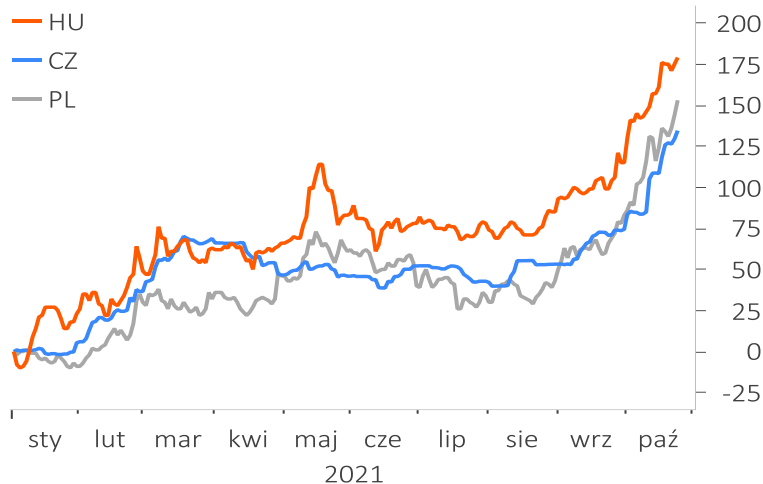


€/PLN:

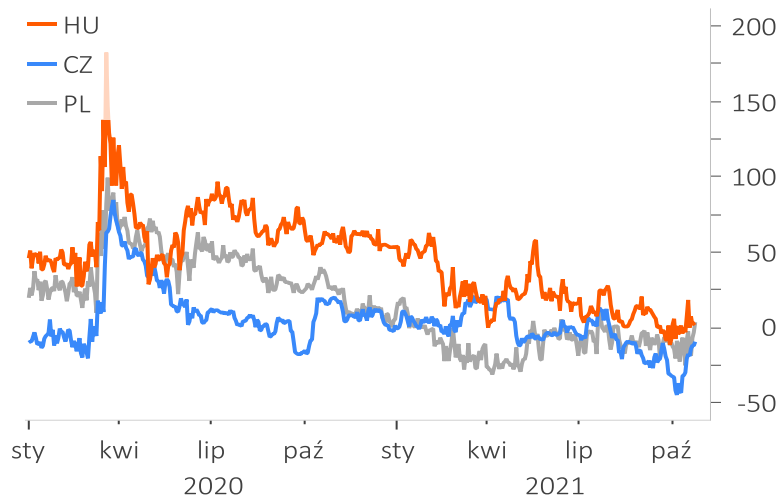
- Presja na waluty CEE raczej nie zniknie również w tym tygodniu. Spodziewamy się, że para €/PLN przetestuje 4,63, czyli poziom sprzed decyzji NBP o podwyżce stóp. Nie spodziewamy się wiele większego osłabienia złotego, komentarze z RPP wskazują, że szanse na podwyżkę stóp w listopadzie o 50pb są istotne. Ryzyka dla złotego (i innych walut CEE) w listopadzie są jednak duże. Jeżeli dolar przestanie się osłabiać to presja na PLN prawdopodobnie jeszcze się nasili.
- Złoty pozostaje silnie niedowartościowany wobec euro. Wzrost zmienności opcyjnej spowodował jednak, że nasz model daje jeszcze dużo miejsca na dalszy wzrost pary €/PLN – por. wykres na przedostatniej stronie. Sugeruje to pole do wzrostu kursu €/PLN nawet ponad 4,65 i to mimo rosnących oczekiwań na podwyżki stóp w kraju.
- W naszej ocenie złoty pozostanie dość słaby do końca roku, tj. kurs €/PLN utrzyma się blisko 4,60. Na umocnienie złotego nie pozwala szereg czynników. Problemy gospodarcze Chin zniechęcają do lokowania kapitałów na rynkach wschodzących. Specyficznym problemem Polski jest natomiast konflikt z Komisją Europejską. Na razie nie widać perspektyw na jego deeskalację.
- Rynek wycenił już również pełen cykl podwyżek stóp w Polsce. Naszym zdaniem kolejne posunięcia RPP raczej rozczarują inwestorów. Stawki rynku pieniężnego wskazują na wzrost stóp co najmniej do 2,5% w horyzoncie 2 lat. My spodziewamy się raczej 2%. Spodziewamy się podwyżki w listopadzie ale prezes NBP znów powie, że to nie cykl i będzie chłodził oczekiwania na kolejne podwyżki.

Rynek długu – dalsze osłabienie POLGBs.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

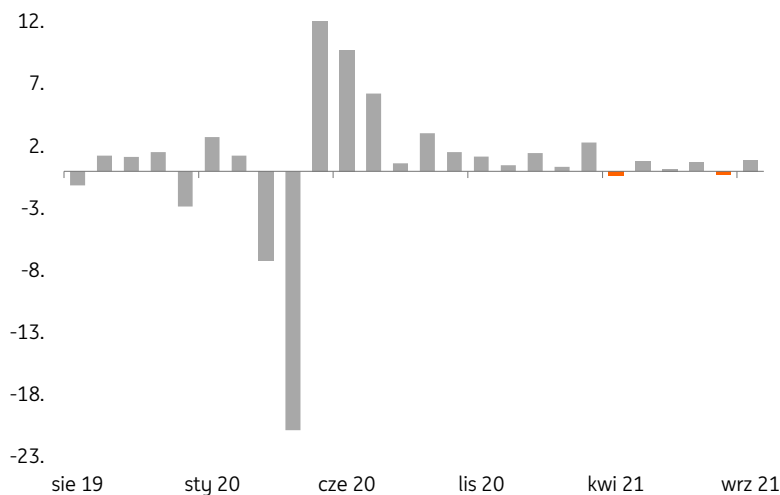


POLGBs:

- Sytuacja na krajowym rynku długu w tym tygodniu powinna wyglądać podobnie jak w poprzednim. Widzimy raczej ryzyko dalszego wzrostu rentowności na bazie oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Skala ruchu powinna być jednak mniejsza niż tydzień wcześniej, np. biorąc pod uwagę oczekiwaną stabilizację na Bundzie. Wsparciem dla wycen długu powinny być również dane z głównych gospodarek, m.in. PKB z USA. Płynność na rynku nadal jest mała, co może skutkować skokowymi przesunięciami.
- Komentarze z RPP i zachowanie banków centralnych w regionie powinny utwierdzić inwestorów w przekonaniu, że nawet jeżeli w listopadzie Rada nie podniesie stóp w obecnie wycenianej skali (50pb) to nadrobi to np. w grudniu. Sugeruje to, że w końcówce roku wzrost rentowności POLGBs i złotych stawek swap będzie kontynuowany.
- Wyceniana obecnie przez stawki rynku pieniężnego ścieżka stóp w Polsce jest już wysoka, stawki FRA sugerują ścieżkę kończącą się co najmniej na 2,5%. Naszym zdaniem RPP zakończy cykl podwyżek stóp na poziomie 2% i nasze oczekiwania przewyższają konsensus ekonomistów. W okresie niskiej płynności / wysokiej zmienności trudno jednak zakładać aby krajowe banki były gotowe się obecnemu trendowi przeciwstawić.
- W 2022 spodziewamy się dalszego wzrostu stawek IRS i POLGBs. Wysoka inflacja i sytuacja na rynkach bazowych będzie dla wycen niekorzystna. Nałożą się na to wyższe podaże POLGBs.

Zróżnicowany przemysł rośnie, konsumpcji ciężą ceny.

Produkcja sprzedana - tempa m/m SA



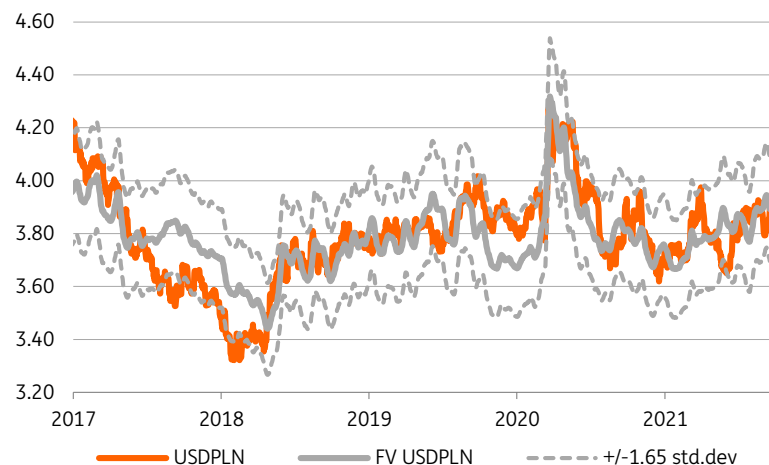
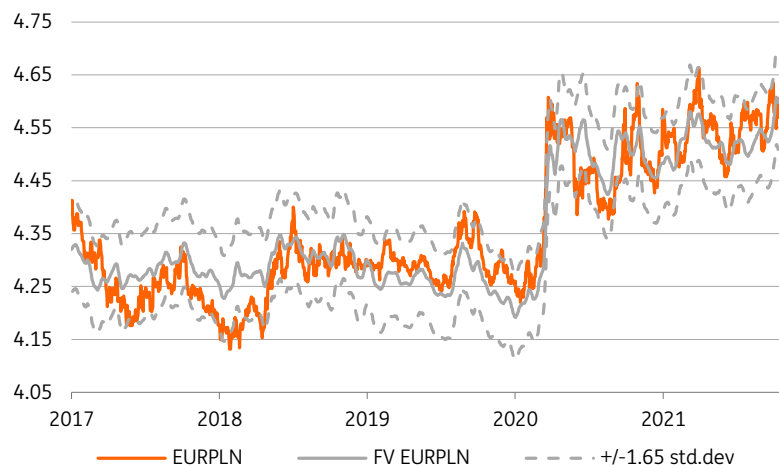
Prognozy walutowe.

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 niedowartościowany wobec euro, tolerancja naszego modelu dla wyższej ścieżki €/PLN znacząco wzrosła. Stopy procentowe w kraju są wyższe, ale jednocześnie podniosła się zmienność złotego i opcyjna, 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

Dawid Pachucki
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@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.