

Tygodnik ING

Silna koniunktura w USA wspiera dolara. Złoty do końca roku pozostanie słaby.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek

29 listopada 2021



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



W skrócie.

- W piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls) za listopad. Popyt na pracę w USA pozostaje bardzo mocny, co potwierdzają m.in. dane wakatach. Wraz z wygaszeniem podwyższonych zasiłków dla bezrobotnych powinno dochodzić do stopniowego powrotu Amerykanów na rynek pracy. Podobnie oddziaływać powinien powrót dzieci do stacjonarnego nauczania.
- We wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji w Polsce za listopad. Wciąż szybko rosną wkłady żywności, paliw i energii do CPI, co ma związek z nową falą wzrostu cen ropy, październikowymi podwyżkami cen regulowanych gazów, ale też presją na rynku żywności. Inflacja rozlewa się na inne komponenty koszyka, dlatego kolejny raz wzrośnie także inflacja bazowa. Będzie ona miała dominujące znaczenie dla CPI w roku 2022, kiedy osłabnie wpływ szoków podaźowych, a coraz silniej ujawni się presja płac i silniejszego popytu. Jutro poznamy także komponenty PKB za 3kw21, wg wstępnego szacunku PKB wzrosło w tym czasie 5,1%/r. W środę poznamy PMI z krajowego przetwórstwa. Spodziewamy się wzrostu wskaźnika do 54,2pkt. z 53,8pkt. miesiąc wcześniej. Na dobrą kondycję krajowego przemysłu wskazują m.in. mocne PMI z Europy, w tym z Niemiec. Co więcej, utrzymujące się zaburzenia w łańcuchach dostaw mogą skutkować dalszym wydłużeniem czasu dostaw, co podnosi PMI. Dane powinny potwierdzić, że firmy nadal borykają się z rosnącymi kosztami, m.in. energii i pracy i nadal przeczucją je na finalnych odbiorców.
- W ostatnich dniach niepokój rządów i inwestorów wzbudził nowy, bardziej zaraźliwy wariant koronawirusa o nazwie omikron.

Kalendarz makroekonomiczny

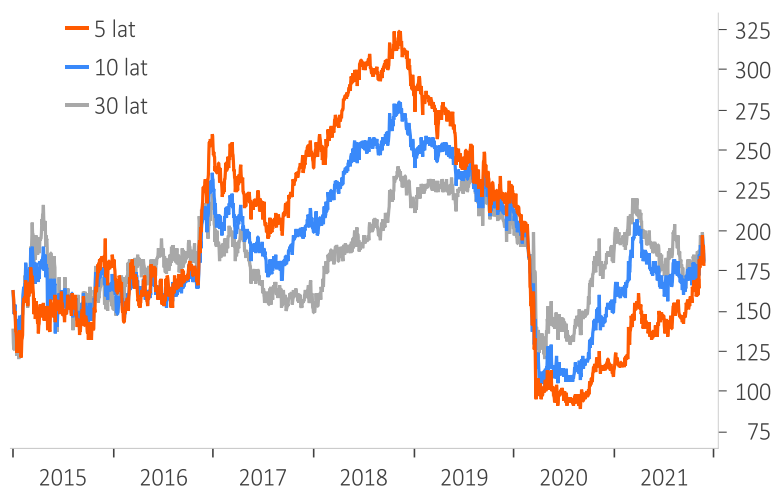
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
30 XI	Polska	10:00	PKB r/r	III kw.	5,1%	-	4,5%
			CPI r/r	XI	7,4%	7,2%	6,8%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	XI	4,3%	4,4%	4,1%
			Inflacja bazowa r/r	XI	2,2%	2,2%	2,1%
1 XII	Polska	9:00	PMI - przetwórstwo przemysłowe	XI	54,2pkt.	-	53,8pkt.
	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym - ADP	XI	-	460tys.	471tys.
		16:00	ISM - przetwórstwo przemysłowe	XI	61,5pkt.	61,0pkt.	60,8pkt.
3 XII	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem - payrolls	XI	550tys.	550tys.	531tys.
			Stopa bezrobocia	XI	4,5%	4,5%	4,6%
			Wynagrodzenia r/r	XI	5,0%	5,0%	4,9%
		16:00	ISM - usługi	XI	65,0pkt.	65,0pkt.	66,7pkt.

Rynki walutowe – dolar pozostaje bardzo mocny.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

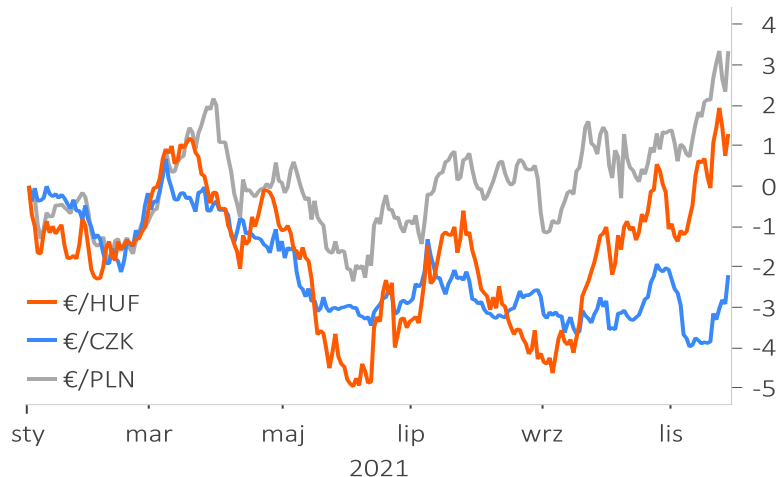


€/US\$:

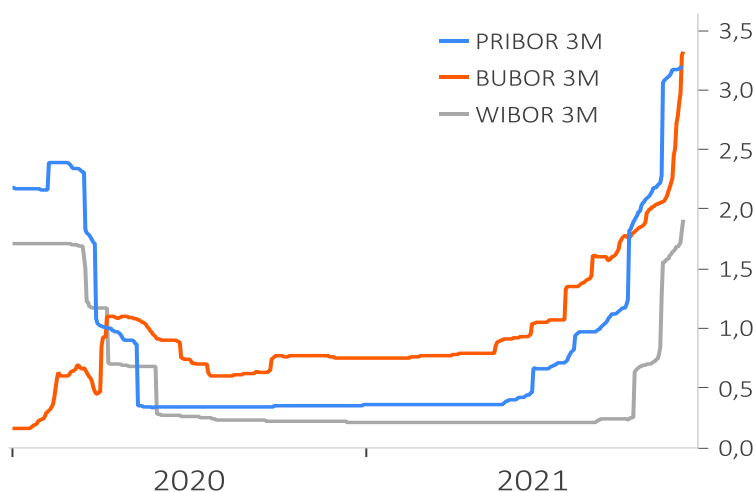
- Para €/US\$ rozpoczęła ubiegły tydzień spadkiem poniżej 1,12. Dolara nadal wspierały oczekiwania na szybkie podwyżki stóp w USA, podczas gdy Europa mierzy się z kolejną falą pandemii. W końcówce tygodnia obserwowaliśmy jednak korektę sięgającą ponad 1,13. Gdy pojawiły się techniczne sygnały osłabienia trendu na spadek €/US\$ szybko pojawili się inwestorzy krótkoterminowi.
- Spodziewamy się, że w tym tygodniu dobiegnie końca rozpoczęta w piątek korekta na €/US\$. W najbliższy piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls). Solidny wynik powinien utwierdzić inwestorów w przekonaniu, że najbardziej realnym scenariuszem są obecnie szybkie podwyżki stóp Fed. Koniunktura gospodarcza w Europie ciągle budzi obawy, gdyż kolejne państwa decydują się na zaostrzenie restrykcji sanitarnych (m.in. Holandia, Belgia, Portugalia, a wcześniej Austria, Słowacja, Czechy). Dlatego do końca tygodnia oczekujemy ponownych prób przebicia 1,12 przez €/US\$.
- Bardzo dużo pozytywnych informacji z USA (w tym oczekiwania na podwyżki stóp w 2022) jest już w cenach, podobnie rynek widzi już ryzyka dla koniunktury w strefie euro. Inwestorzy powinni wkrótce zacząć wyceniać efekty impulsu fiskalnego z Funduszu Odbudowy. Dlatego pole do większego spadku pary €/US\$ może okazać się już ograniczone (do ok. 1,1150-1,12), a w końcówce roku oczekujemy raczej jej odbicia. Na taki scenariusz wskazuje też sezonowa słabość dolara pod koniec roku, co może wiązać się z budowaniem nowych pozycji na ryzykownych aktywach po rozliczeniu wyników za ten rok przez amerykańskie fundusze.

Rynki walutowe – złoty słaby w końcówce roku.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

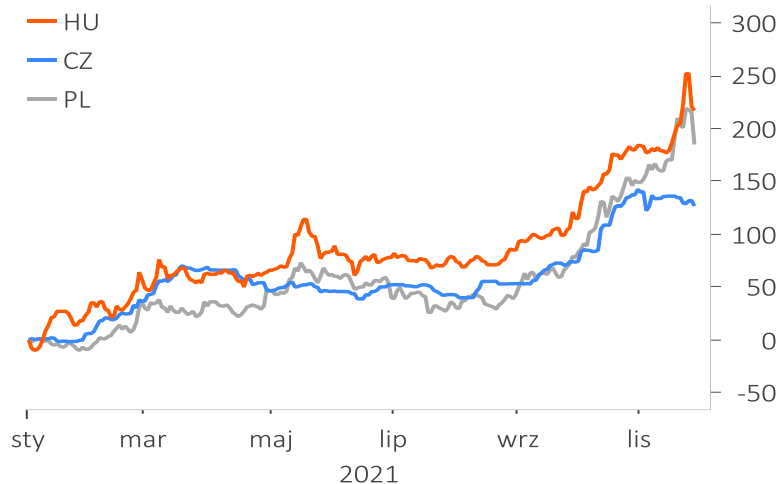


€/PLN:

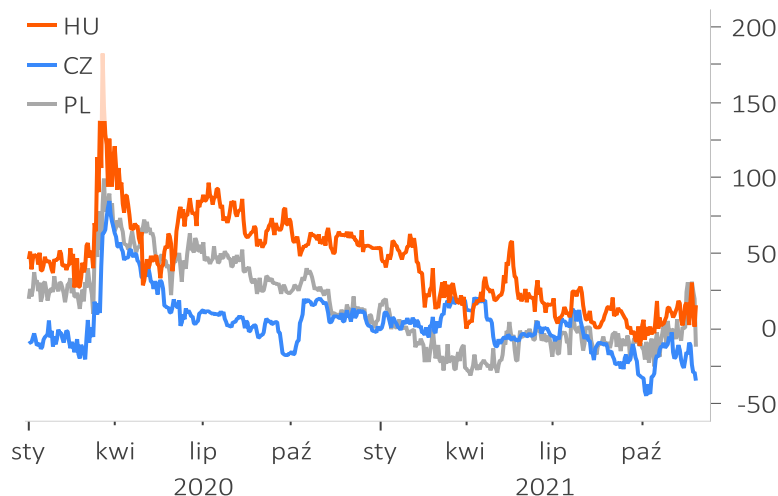
- W ubiegłym tygodniu złoty zachowywał się w oderwaniu od zmian kursu dolara. Przed świętami w USA obserwowaliśmy sporą realizację zysków z pozycji na wzrost €/PLN, co zepchnęło parę w pobliże 4,66. W piątek, po święcie w USA, inwestorzy znów odbudowywali pozycje na osłabienie złotego. W efekcie pomimo słabnącego dolara, kurs €/PLN wrócił powyżej 4,70.
- Brak reakcji PLN na osłabienie dolara, czy obawy przed wariantem omikron sugerują presję na złotego w tym tygodniu. Naszym zdaniem, w kolejnych dniach para €/PLN znów zaatakuje ostatnie szczyty w okolicach 4,72. To tym większe ryzyko, że spodziewamy się dość szybkiego końca korekty na €/US\$. Ryzyko przełamania się ponad ten poziom jest wysokie, gdyż za werbalnymi interwencjami z rządu i NBP nie poszły konkretne działania, mające służyć zahamowaniu deprecjacji złotego. Obecne poziomy złotego są jednak naszym zdaniem nieco oderwane od sytuacji gospodarczej Polski, m.in. podwyżek stóp NBP. Podobny obraz wskazuje nasz krótkoterminowy model oparty na innych zmiennych rynkowych. Dlatego nie spodziewamy się wzrostu powyżej 4,75.
- W naszej ocenie kurs €/PLN zakończy rok powyżej 4,60. Pogarszające się nastroje na światowych rynkach z uwagi na mocnego dolara i doniesienia o pandemii sugerują, że może to być nawet bliżej 4,70. Co więcej rynek już obecnie wycenia też dość agresywny scenariusz podwyżek stóp NBP, np. co najmniej 75pb w grudniu. W naszej ocenie będzie to raczej 50pb, co dodatkowo może zwiększyć presję na złotego.

Rynek długu – płynność na POLGBs ciągle znikoma.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

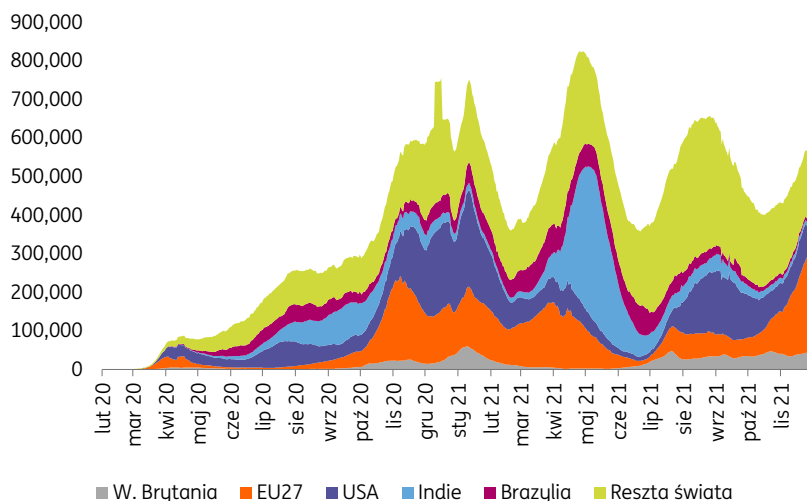


POLGBs:

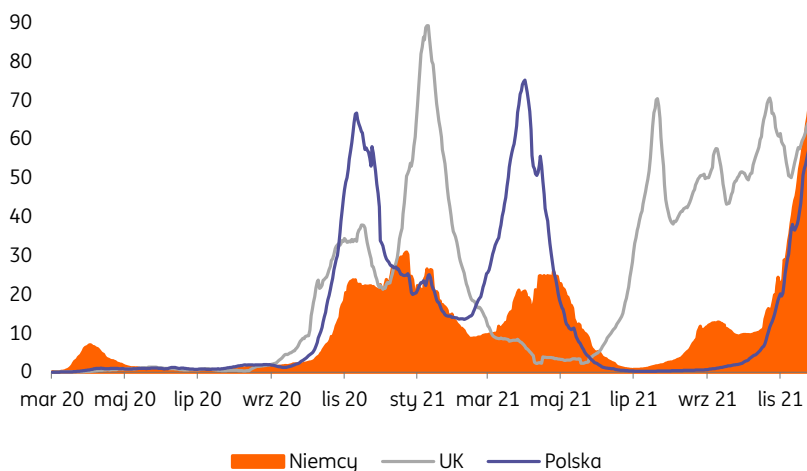
- Ubiegły tydzień rozpoczął się wzrostami rentowności na rynkach bazowych, ale cały ruch cofnął się w piątek. To efekt doniesień o nowej odmianie koronawirusa - omikronie, która może być odporna na dotychczasowe szczepienia. Pod koniec tygodnia POLGBs umocniły się w ślad za rynkami bazowymi. Przy niskiej płynności poskutkowało to ekstremalnymi zmianami na rynku. Według niektórych źródeł rentowność 10latki mogła obniżyć się o ponad 20pb.
- W tym tygodniu POLGBs powinny śledzić zachowanie rynków bazowych. Niska płynność na krajowym rynku sugeruje jednak, że zmienność pozostanie bardzo wysoka. Sytuacja raczej nie zmieni się do końca roku bez wsparcia NBP czy MF. Sugeruje to, że w tym tygodniu rentowności krajowych 10latek znów zbliżą się do ostatnich szczytów. Oczekiwana podwyżka stóp procentowych NBP w grudniu nie powinna ograniczyć oczekiwań na dalsze zacieśnienie polityki NBP w przyszłości.
- Obecne poziomy rentowności są już jednak bardzo wysokie, szczególnie w relacji do umacniających się obligacji na rynkach bazowych. W połączeniu ze słabym złotym to argument za powrotem zagranicy na rynek. To jednak może nie stać się przed nowym rokiem. Zniechęca duża zmienność złotego, czy niepewność jak wyglądać będą potrzeby pożyczkowe w sytuacji, gdy nie jest jasne kiedy Polska otrzyma dostęp do środków z Funduszu Odbudowy. Inwestorzy mogą obawiać się prefinansowania krajowego dla projektów z KPO w sytuacji zamrożenia środków przez UE.

Omikron budzi niepokój rządów i rynków finansowych.

Nowe przypadki Covid-19 (7-dniowa średnia ruchoma)



Nowe przypadki Covid-19 na 100 tys. mieszkańców



- Wykrycie nowej mutacji koronawirusa o nazwie omikron pochodzącego z RPA budzi niepokój na świecie. Wiele krajów (m.in. Wielka Brytania, Izrael, Francja, Austria, Holandia, Hiszpania, Niemcy) wprowadziło restrykcje dla podróżujących z RPA i krajów regionu. Wariantowi omikron przypisuje się kilkukrotnie wyższą zaraźliwość niż poprzednim. Wykryto już pojedyncze przypadki w Europie.
- Póki co, liczba dobowych zakażeń w RPA nie jest wysoka, choć szybko rośnie, w przeliczeniu na 100tys. mieszkańców wynosi 8 przypadków. Trwają badania na ile nowy wariant jest odporny na szczepionki.
- W ubiegłym tygodniu liczba nowych przypadków Covid-19 na świecie ustabilizowała się na poziomie około 560tys., istotnie spadły nowe rejestracje w USA (długi weekend), lecz wzrosła zachorowalność niemal w całej Europie, w tym w Polsce. Obecnie 54% nowych przypadków Covid-19 na świecie rejestruje się w krajach UE i Wielkiej Brytanii. Wyjątkowo wysoka jest obecna fala zakażeń w Niemczech.
- Wybrane kraje odnotowały następującą liczbę zakażeń dobowych (średnia 7-dniowa) przeliczeniu na 100 tys. mieszkańców: Austria 139, Holandia 130, Niemcy 69, Wielka Brytania 64, Polska 60, Hiszpania 15. Zakażenia są odwrotnie proporcjonalne do odsetka zaszczepionych.
- Doniesienia o wariacie omikron koronawirusa wywołały duże zmiany na rynkach finansowych – silny spadek kursów akcji i umocnienie obligacji w piątek, notowania ropy naftowej spadły o 10\$/bbl. Zakładamy, że jego wpływ na koniunkturę w Europie będzie jednak krótkotrwały ze względu na wysoki odsetek zaszczepionych i odporność gospodarek na restrykcje. Kolejne wersje wirusa są bardziej zaraźliwe, ale -miejmy nadzieję- mniej dotkliwe w przebiegu.

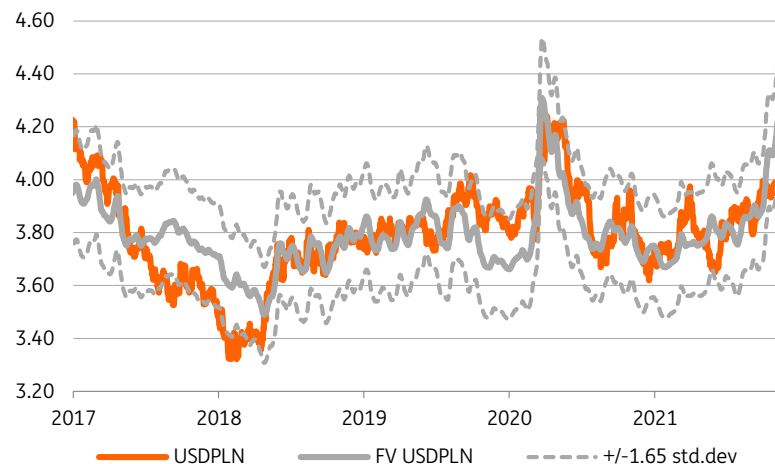
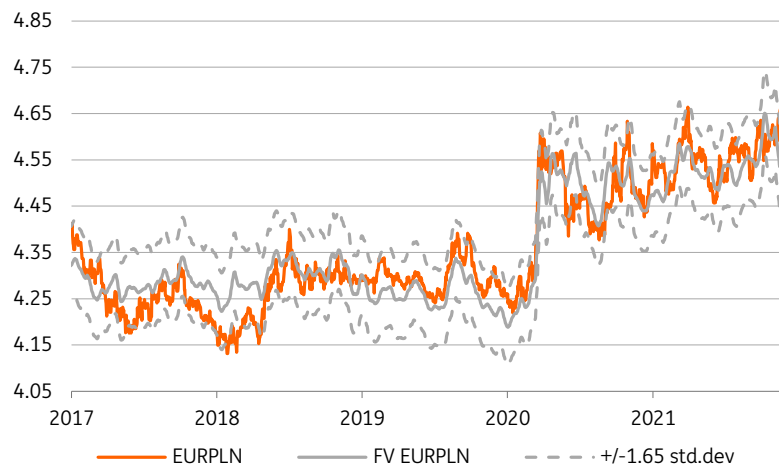
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22
US\$/PLN	4.01	4.00	3.93	3.91	3.92	3.94	3.96	3.99	4.03	4.07	4.08	4.08
€/PLN	4.65	4.60	4.55	4.50	4.48	4.48	4.47	4.49	4.50	4.52	4.51	4.50
CHF/PLN	4.27	4.21	4.15	4.09	4.06	4.05	4.03	4.04	4.06	4.07	4.01	3.96
GBP/PLN	5.47	5.43	5.40	5.36	5.36	5.37	5.39	5.41	5.43	5.45	5.46	5.47

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest obecnie silnie niedowartościowany wobec euro, ale ma sporo miejsca żeby osłabiać się wobec dolara. W modelu silnie zaważył wzrost rentowności POLGBs, przy umacniającym się Bundzie. Dolara wspierają natomiast oczekiwania na szybki wzrost stóp Fed.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zgodne ze wskazaniami modelu, odpowiada za to wzrost asset swapów.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@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.