

Tygodnik ING

Tydzień banków centralnych. Fed wsparciem dla dolara. PLN może pozostać pod presją.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek

15 grudnia 2021



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



W skrócie.

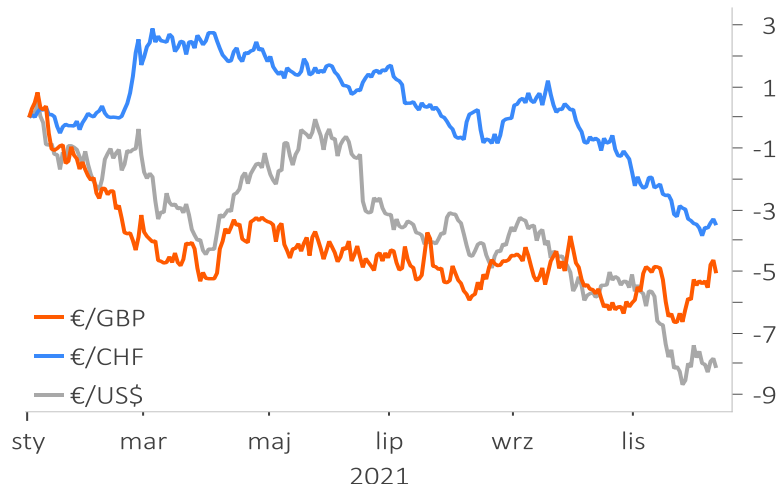
- Kluczowym wydarzeniem w tym tygodniu będzie prawdopodobnie posiedzenie FOMC. W naszej ocenie Komitet zapowie przyspieszenie tempa taperingu, czyli redukcji skali zakupów aktywów. Wielkość skupów wyniesie US\$60mld miesięcznie w styczniu, US\$30mld w lutym, wygaszenia programu nastąpi w marcu. Zacieśnienie polityki Fed podczas ostatniej wypowiedzi sugerował Prezes J.Powell. Od tamtej pory widzieliśmy potwierdzenie mocniej koniunktury i wysokiej inflacji w USA, a także spadek obaw przed wariantem omikron.
- Fed opublikuje również nowy zestaw projekcji gospodarczych oraz nową ścieżkę oczekiwanych przez członków FOMC stóp procentowych. Marcowa projekcja pokazywała pierwsze podwyżki dopiero w 2024, czerwcowa w 2023, a wrześniowa jedną podwyżkę już w 2022. Silniejsza presja inflacyjna, przy utrzymaniu silnej koniunktury w gospodarce, sugeruje, że w tej edycji członkowie FOMC powinni wskazać na dwie podwyżki w przyszłym roku. To prawdopodobnie kluczowy element z punktu widzenia reakcji rynków finansowych na wyniki posiedzenia.
- Pomimo silnej presji inflacyjnej w strefie euro, przestrzeń decyzyjna EBC jest ograniczona przez kruchą koniunkturę gospodarczą oraz ryzyko kolejnej fali pandemii z powodu wariantu omikron. Dlatego inwestorzy spodziewają się zbilansowanej retoryki ze strony EBC i utwierdzenia w przekonaniu o utrzymaniu obecnych warunków pieniężnych przynajmniej do 2023 roku. W czwartek EBC przedstawi swoje najnowsze prognozy makroekonomiczne, które zapewne pokażą krótkoterminowo wyższą inflację, m.in. z powodu jesiennej eksplozji cen surowców energetycznych. Długoterminowe prognozy inflacji będą także wyższe, ale pokażą powrót CPI w okolice 2%.

Kalendarz makroekonomiczny

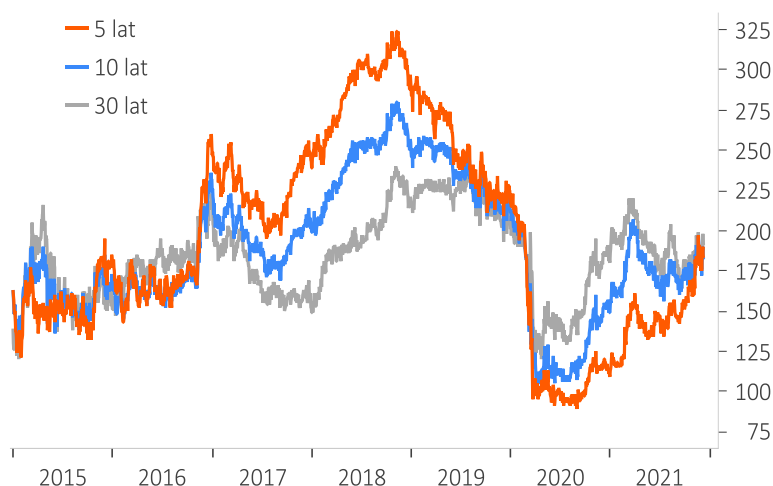
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
15 XII	Polska	10:00	CPI r/r – dane ostateczne za listopad	XI	7.7	7.7	6,8%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	XI	0,8%	0,8%-	1,7%
		20:00	Posiedzenie FOMC				
16 XII	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XII	58,1pkt.	57,7pkt.	58,4pkt.
			PMI - usługi	XII	53,2pkt.	54,2pkt.	55,9pkt.
		13:45	Posiedzenie EBC				
	USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	XI	0,7%	0,7%	1,6%
17 XII	Niemcy	10:00	Wskaźnik IFO	XII	94,5pkt.	95,4pkt.	96,5pkt.

Rynki walutowe – ponowne umocnienie dolara.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

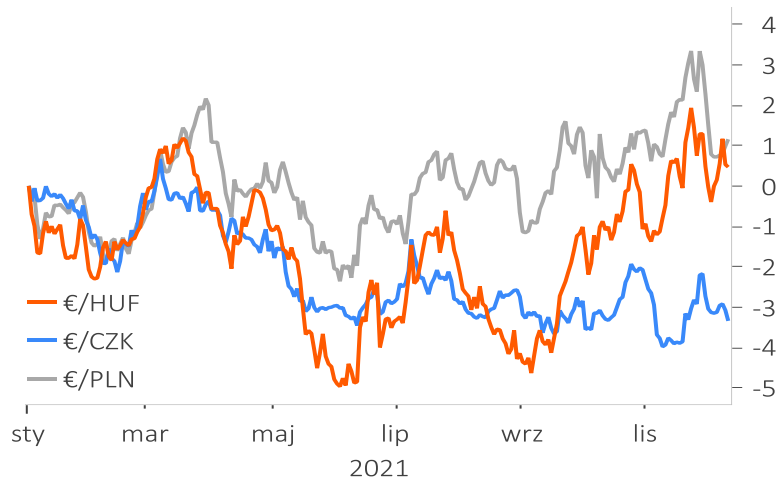


€/US\$:

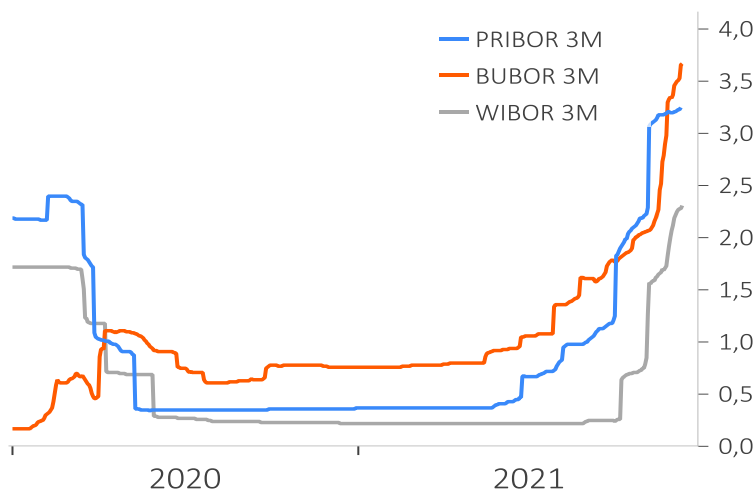
- W ubiegłym tygodniu kluczowy dla rynków był spadek obaw przed wariantem omikron koronawirusa. Choć poprawił się popyt na aktywa ryzykowne (co widać było np. na rynkach akcji), nie przełożyło się to na osłabienie dolara - kurs €/US\$ utrzymał się dość blisko 1,13. Popyt na dolara podtrzymały bowiem oczekiwania, że skoro ryzyko kolejnych dużych lockdownów jest mniejsze, to Fed może kontynuować zacieśnienie swojej polityki, zgodnie z sugestiami J.Powella.
- W tym tygodniu uwagę rynków skupią prawdopodobnie posiedzenia Fed (środa) i EBC (czwartek). Spadek ryzyka związanego z pandemią, solidna koniunktura w USA, przy utrzymującej się wysokiej inflacji, sugerują, że Fed zgodnie z wcześniejszymi sugestiami J.Powella może zapowiedzieć przyspieszenie taperingu. Taki rozkład ryzyk powinien też odbić się na projekcjach Fed, które mogą pokazać przyspieszenie podwyżek stóp. Z kolei w Europie, ciągle zmagającej się z wariantem delta, o mocne deklaracje EBC (a szczególnie na sugestie szybkich podwyżek stóp) może być trudno. Sugeruje to, że w tym tygodniu para €/US\$ wróci do spadków. Naturalnym poziomem docelowym wydają się ostatnie dołki w okolicach 1,12.
- Bardzo dużo pozytywnych informacji z USA (w tym oczekiwania na podwyżki stóp w 2022) jest już w cenach. Ale nadzieje na poprawę aktywności w strefie euro na początku 2022 spadły. Chiny prowadzą politykę zero tolerancji dla Covid, zamknięto dwa kluczowe porty więc zakłócenia w łańcuchach dostaw oraz fale wariantu Delta i Omicron zaszkodzą koniunkturze w Eurolandzie, w 1kw22. W przyszłym roku dolar ponownie będzie mocny.

Rynki walutowe – €/PLN blisko 4,65 na koniec roku.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

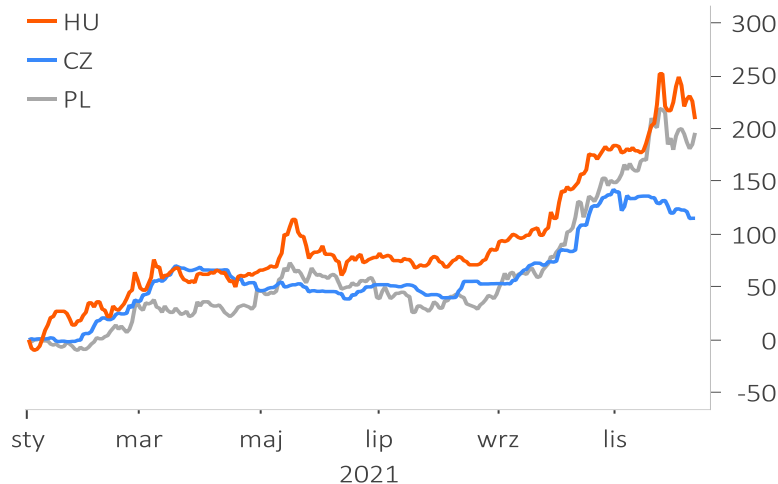


€/PLN:

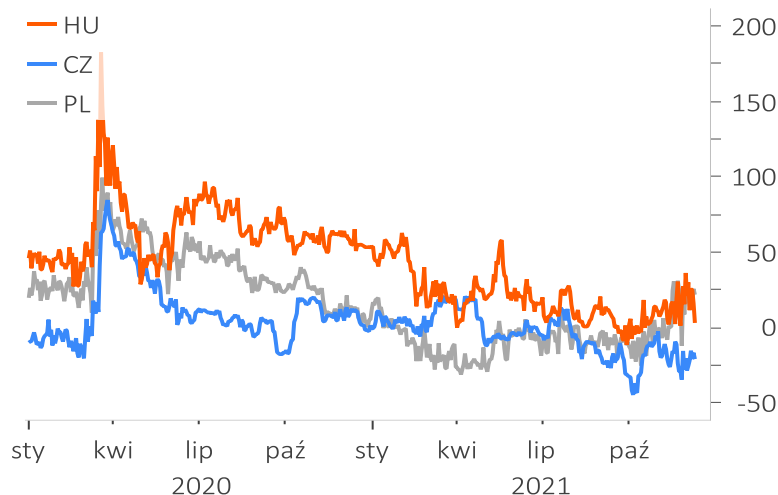
- Zachowanie złotego w ubiegłym tygodniu zdeterminowała decyzja NBP. Bank centralny wbrew oczekiwaniom rynków podniósł stopy o 50, a nie 75pb. Mimo relatywnie jastrzębiego komentarza po posiedzeniu i słabnącego w ubiegłym tygodniu dolara doszło do przeceny złotego trwającej do tej pory. Z dolka na 4,58 para €/PLN podniosła się na 4,62. Przed decyzją NBP złoty zyskiwał m.in. na tle forinta, ale po nim wrócić do poziomów z poniedziałku.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego wzrostu kursu €/PLN do około 4,65-67. Walutom CEE powinno cięży przede wszystkim ponowne umocnienie dolara. Spadek €/US\$ może dołożyć się do szeregu innych problemów, jak konflikt z KE. Z kolei dalsze podwyżki stóp NBP są już w cenach i czynnik ten powinien raczej jedynie hamować presję na krajową walutę. Dlatego spodziewamy się, że para €/PLN zakończy ten rok blisko 4,65. Dzięki podwyżkom stóp NBP spadło natomiast ryzyko powrotu €/PLN do 4,70 i powyżej.
- W 2022 spodziewamy się stopniowej aprecjacji złotego. Kurs €/PLN powinien jednak utrzymać się ponad 4,50 co najmniej do końca 1pół22. Krajowa waluta pozostaje niedowartościowana do euro wg naszych długoterminowych modeli (poziom równowagi 4,50-55). NBP będzie naszym zdaniem kontynuować podwyżki stóp procentowych co najmniej do poziomu 3% na koniec 2022. Pogorszenie w bilansie obrotów bieżących postępuje jednak szybciej od oczekiwań. W perspektywie 2022 nie widać szans na jego istotną poprawę, biorąc pod uwagę silny popyt wewnętrzny w kraju. Dlatego podnosimy oczekiwaną przez nas ścieżkę €/PLN na przyszły rok.

Rynek długu – wzrost rentowności SPW z dł. końca i środka.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

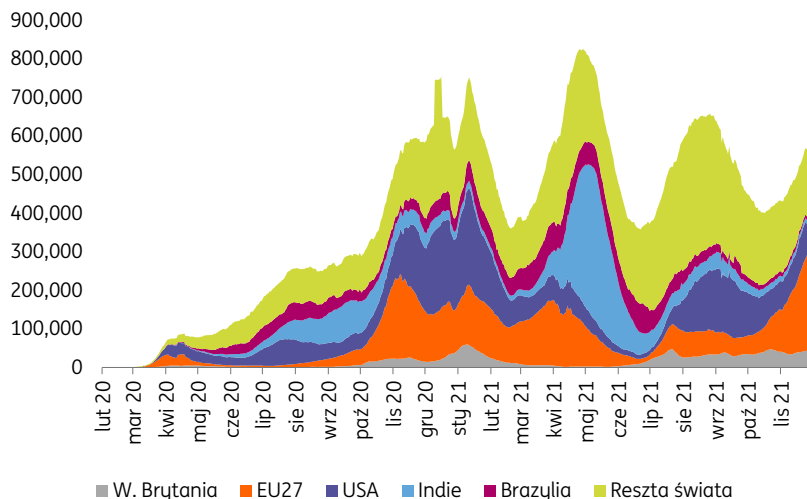


POLGBs:

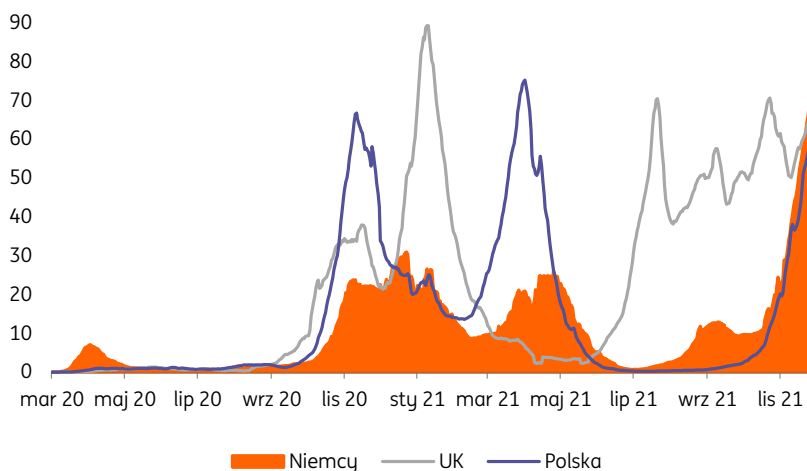
- Zachowanie krajowego rynku długu w ubiegłym tygodniu było wypadkową rozczarowania decyzją NBP (50, nie 75pb podwyżki) oraz wzrostów rentowności na rynkach bazowych. Reakcja SPW była bardzo różna w zależności od segmentu krzywej. Długi koniec nieznacznie osłabiał się, przez wzrosty rentowności Bunda (+1pb). Wolniejszy przebieg cyklu podwyżek stóp NBP wzmocnił natomiast słaby dotychczas środek (-10pb) i krótki koniec (-4pb).
- W tym tygodniu na krajowym rynku długu oczekujemy kontynuacji wzrostu rentowności na długim końcu, ale już w większej skali jak w ubiegłym tygodniu. Problemem jest niekorzystna sytuacja na rynkach bazowych, a także ciągle bardzo niska płynność w kraju. Prezes NBP stwierdził, że bank centralny zasadniczo zakończył QE. Nie spodziewamy się więc wsparcia płynności z tej strony. Na środku krzywej spodziewamy się raczej wyższych rentowności, korekty po wyraźnym umocnieniu w zeszłym tygodniu.
- Na krótkim końcu nie spodziewamy się zmian. Ostatnie działania i komentarze z NBP sugerują, że cykl podwyżek będzie nieco wolniejszy niż wyceniał to rynek, ale to od posiedzenia jest już w cenach.
- Dodatkowym ryzykiem, szczególnie na długim końcu, jest zwiększona podaż obligacji z uwagi na odsuwający się w czasie moment otrzymania przez Polskę środków z Funduszu Odbudowy. MF ma jednak bardzo dużą poduszkę płynności i schodząc z niej powinno skompensować ew. wzrost podaży papierów na finansowanie KPO.

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.
- 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.

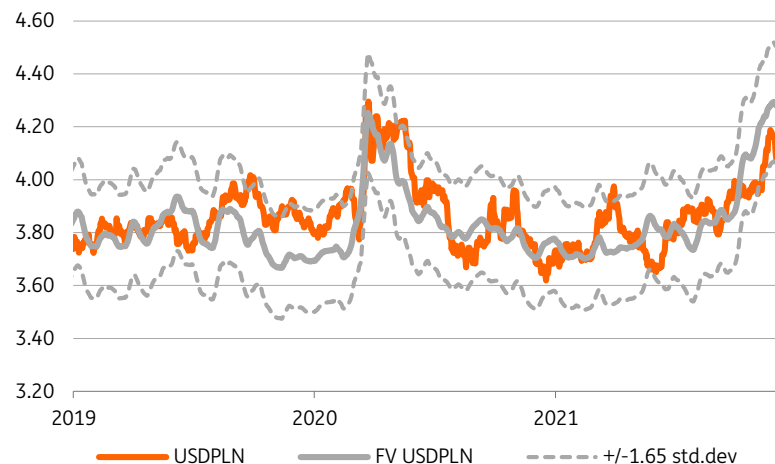
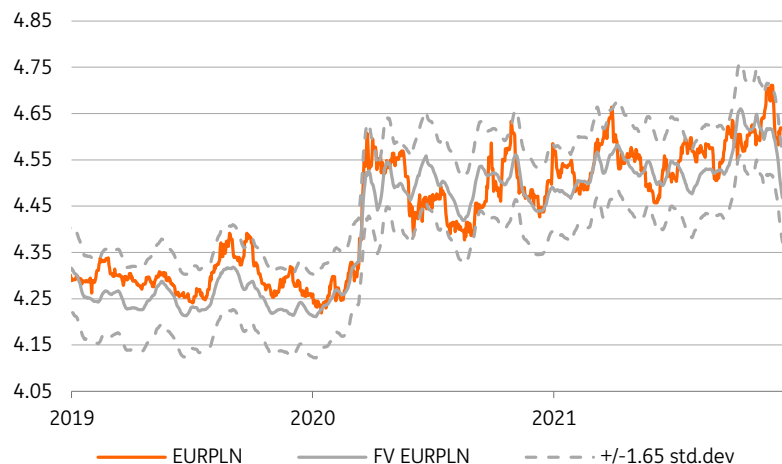
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22
US\$/PLN	4.08	4.02	3.97	3.99	4.01	4.03	4.04	4.06	4.07	4.08	4.09	4.10
€/PLN	4.62	4.59	4.56	4.56	4.55	4.55	4.54	4.53	4.52	4.52	4.51	4.51
CHF/PLN	4.23	4.19	4.15	4.13	4.11	4.10	4.09	4.08	4.07	4.02	3.97	3.92
GBP/PLN	5.46	5.44	5.43	5.45	5.46	5.48	5.47	5.46	5.45	5.46	5.48	5.50

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty pozostaje 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 wskazaniem 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.