

Tygodnik ING

Rynek czeka na wystąpienie szefa Fed. Umocnienie złotego trwa.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

11 stycznia 2022



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



W skrócie.

- W tym tygodniu (wtorek) inwestorzy będą śledzić wystąpienie Prezesa Fed J.Powella w Senacie, przed jego zatwierdzeniem na drugą kadencję. Bardzo ważne będzie odniesienie prezesa Fed do piątkowych danych (niski wzrost payrolls, ale silny spadek stopy bezrobocia), a także wszelkie komentarze na temat QT, a więc zmniejszania wielkości bilansu Fed. To drugi instrument, oprócz podwyżek, jaki Fed dyskutował ostatnio. Podjęcie tego tematu oznacza, że Fed zamierza doprowadzić do zacieśnienia warunków finansowych również poprzez wzrost rentowności na długim końcu krzywej.
- Kondycja gospodarki USA wspiera scenariusz trzech podwyżek stóp procentowych Fed w tym roku, szczególnie w kontekście 7% inflacji CPI i inflacji bazowej powyżej 5%. Dane o inflacji CPI w USA zostaną opublikowane w środę. Oprócz energii, ceny rosną szczególnie dynamicznie w takich kategoriach jak użytkowanie mieszkania, zdrowie, czy używane samochody. Ten ostatni czynnik można wiązać z zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw i dostępnością nowych samochodów. Z tego samego powodu niższa jest również skala obniżek w okresie tradycyjnych wyprzedaży.
- Z Polski poznamy dane o bilansie płatniczym za listopad. Szacujemy, że deficyt obrotów bieżących wyniósł 1 440 mln €. Eksport towarów wyrażony w € wzrósł o 7,2% r/r, a import zwiększył się o 20,7% r/r. Czynnikiem ograniczającym popyt na polski eksport był wolniejszy napływ zamówień zagranicznych z uwagi na wąskie gardła i braki komponentów produkcyjnych w globalnym przetwórstwie przemysłowym, chociaż listopadowe wyniki polskiego przemysłu sugerują szanse na zaskoczenie na plus danymi o handlu zagranicznym. Nominalną wartość importu podbiły z kolei wysokie ceny surowców, w tym ropy naftowej.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
11 I	USA	16:00	Wystąpienie przewodniczącego FOMC				
12 I	Strefa euro	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	XI	-	0,6%	3,3%
	USA	14:30	CPI r/r	XII	-	7,0%	6,8%
			Inflacja bazowa r/r	XII	-	5,4%	4,9%
13 I	Polska	14:00	Bilans płatniczy	XI	-€1440mln	-€1400mln	-€1791mln
14 I	USA	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	XII	8,6%		
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	XII	0,0%	-0,1%	0,3%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	XII	0,3%	0,3%	0,5%

Rynki walutowe – €/US\$ nadal w trendzie bocznym.

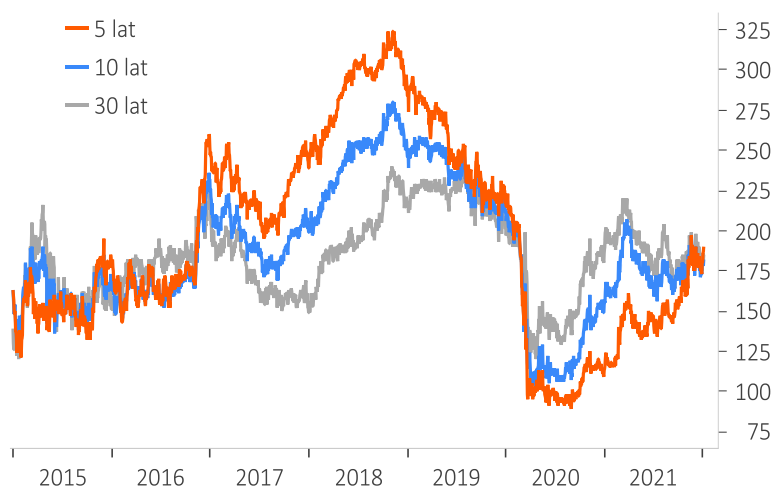
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

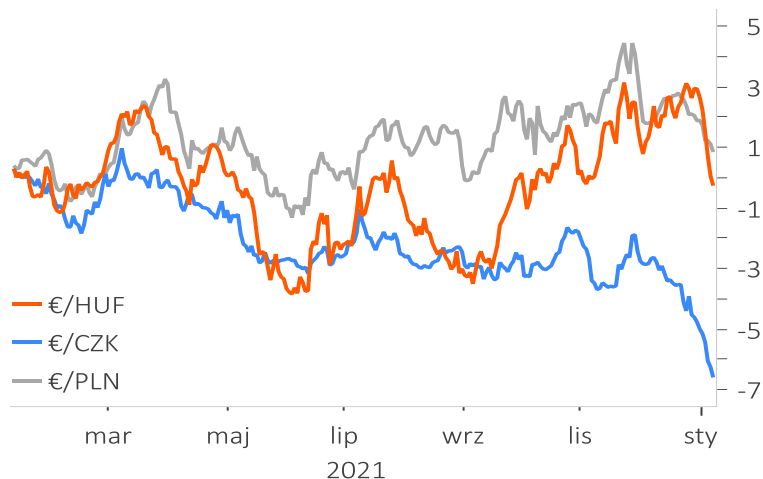
- Kurs €/US\$ od tygodni utrzymuje się w trendzie bocznym, blisko 1,13. Z jednej strony, spadają obawy przed wariantem omikron, co wspiera scenariusz szybkich podwyżek stóp w USA. Z drugiej, lepsze nastroje na rynkach są argumentem za przenoszeniem kapitałów poza USA.
- Oczekujemy, że na początku tygodnia para €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym przy 1,13. Po rozczarowaniu payrolls amerykańska waluta raczej nie będzie mieć dość siły, aby kontynuować umocnienie.
- W dalszej części miesiąca zakładamy raczej krótkoterminową korektę / osłabienie dolara. Rynek zdyskontował już wiele pozytywnych wiadomości z USA, a m.in. dane o koniunkturze z USA na przełomie roku pokazały większy od oczekiwań wpływ pandemii na amerykańską gospodarkę.
- To jednak raczej tylko przerwa w większym trendzie na umocnienie dolara do euro w tym roku. W dalszej części roku spodziewamy się spadku €/US\$ poniżej 1,10. Katalizatorem ponownego umocnienia dolara będzie wzrost oczekiwań na podwyżki w USA. Obecnie są one wciąż niskie, a krzywa dochodowości wycenia szczyt stóp na 1,5%. Uważamy, że wzrost oczekiwań na dalsze podwyżki przełoży się na umocnienie dolara w 1poł22. W 2poł22 dolar nie będzie kontynuował umocnienia, bo rynek zacznie wyceniać podwyżki w Eurolandzie, które naszym zdaniem mogą mieć miejsce na początku 2023.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

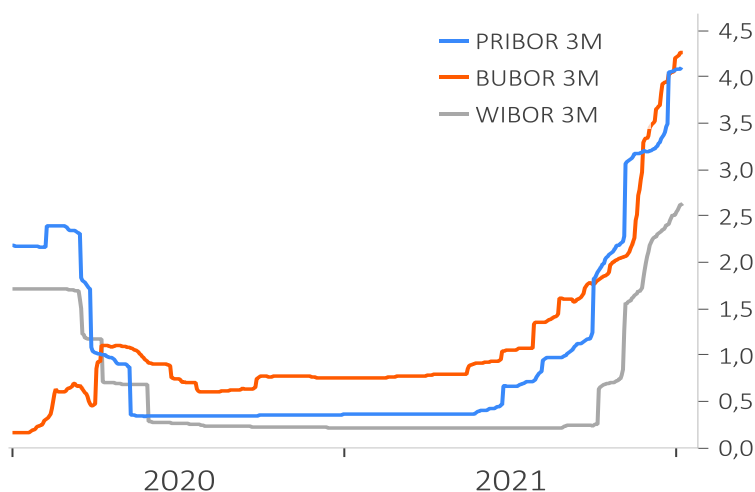


Rynki walutowe – Dalsze umocnienie PLN.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2021 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE

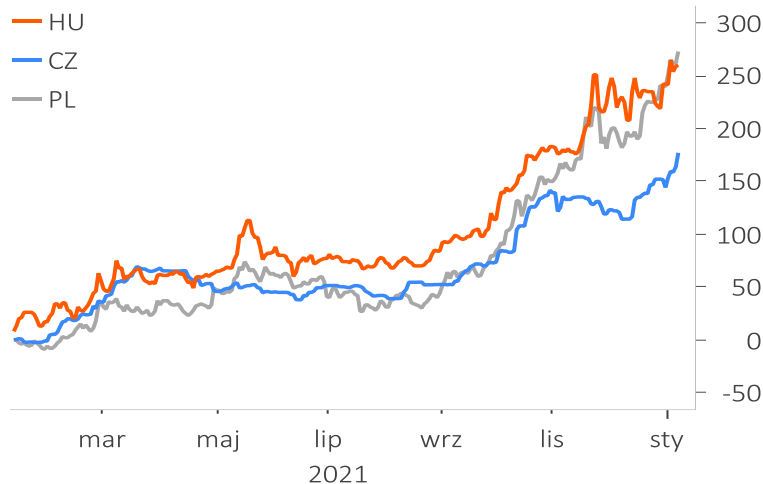


€/PLN:

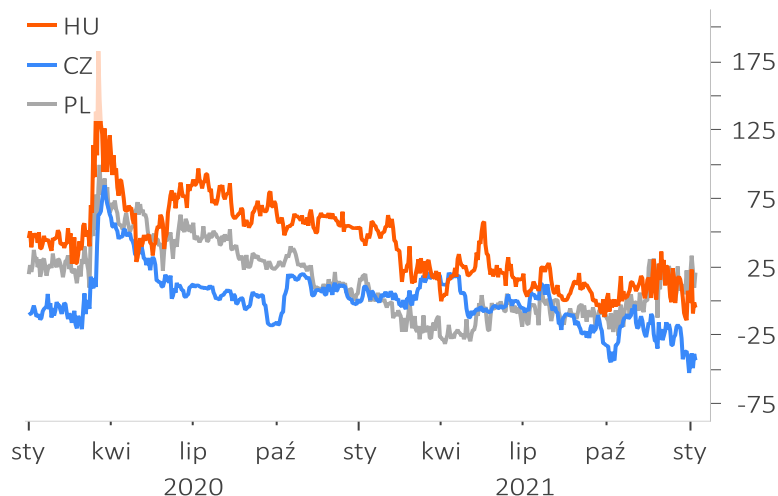
- Stabilizacja dolara i optymistyczne nastroje na rynkach sprzyjają walutom CEE. W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN przełamał się poniżej 4,55, osiągając najniższy poziom od września 2021. Złoty jest jednak najszabszą walutą w regionie. Kurs €/PLN jest o około 1% powyżej poziomu z początku 2021, podczas gdy np. czeska korona zyskała prawie 7% wobec euro.
- Przełamanie 4,55 przez parę €/PLN sugeruje, że złoty będzie w tym tygodniu kontynuować umocnienie, najprawdopodobniej do 4,53. Kolejne zaskoczenie inflacją wspiera oczekiwania na szybkie podwyżki stóp NBP. Widzimy też szanse, że publikowane w tym tygodniu dane o krajowym bilansie płatniczym mogą zaskoczyć na plus. Listopadowe dane o produkcji przemysłowej pokazały odbicie m.in. w motoryzacji, która w poprzednich miesiącach ciągnęła w dół eksport.
- Kurs €/PLN powinien jednak utrzymać się ponad 4,50 w najbliższych tygodniach, nawet przez całą 1pół22. Przestrzeń do aprecjacji PLN hamują obawy o dalszą eskalację konfliktu prawnego z KE, czy niepewność co do przebiegu pandemii.
- W dalszej części roku oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego, do około 4,45 na koniec roku. W naszej ocenie stawki rynku pieniężnego w PLN mają jeszcze miejsce na wzrost. Z kolei w strefie euro oczekiwania na podwyżki stóp powinny pozostać odsunięte w czasie. Wg naszych szacunków powinno to wspierać złotego, mimo pogorszenia bilansu handlowego Polski w ostatnich miesiącach.

Rynek długu – SPW nadal pod presją.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2020



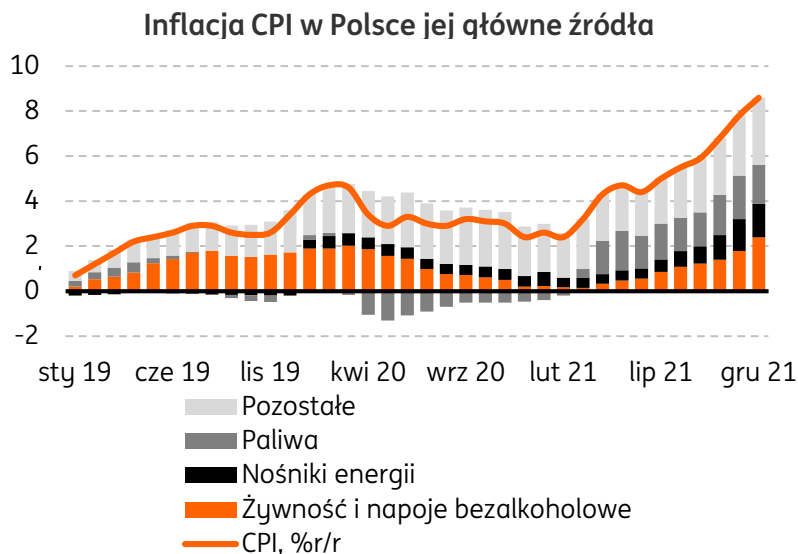
Asset swapy 10L w CEE od 2020



POLGBs:

- Zachowanie rynków w ubiegłym tygodniu zdominował spadek obaw przed pandemią. Inwestorzy obawiają się raczej, że kolejne fale pandemii wydłużą okres wysokiej inflacji, a nie wyhamują wzrost gospodarczy. Efekty widać przede wszystkim na rynku długu. Od nowego roku rentowność amerykańskiej 10latki podniosła się o 20pb. Osłabienie krajowych SPW na długim końcu było jeszcze większe. Wobec uporczywie wysokiej inflacji rynek przekonuje się do scenariusza agresywnych podwyżek stóp NBP.
- Oczekujemy, że również w tym tygodniu dojdzie do dalszego wzrostu rentowności SPW, chociaż w mniejszej skali niż na początku roku. Wycenom krajowego długu najprawdopodobniej nie pomoże ani sytuacja na rynkach bazowych, ani obawy przed inflacją w kraju.
- Płynność w nowym roku powinna się poprawiać, ale do normalnych poziomów nie wrócimy szybko. Duża niepewność co do ścieżki stóp NBP będzie zniechęcać zagranicę przed powrotem na rynek. Nakłada się na to niepewność co do planów podaźowych na 2022, biorąc pod uwagę brak wypłaty zaliczki środków unijnych z KPO w 2021.
- Uwzględniając scenariusz stóp procentowych (4,5% na końcu cyklu) i potencjalnie wyższe podaże z uwagi na brak zaliczki z Funduszu Odbudowy, ciągle widzimy też przestrzeń do wzrostu rentowności SPW w dalszej części roku. W tym kierunku powinna też oddziaływać sytuacja na rynkach bazowych. Przestrzeń do osłabienia SPW jest jednak istotnie mniejsza niż np. Bunda. NBP już rozpoczął podwyżki stóp i wygasił program QE.

We piątek poznamy szczegóły grudniowej inflacji CPI



- W piątek poznamy szczegóły dotyczące grudniowej inflacji. Nie można wykluczyć niewielkiej rewizji w dół z uwagi na korektę cen paliw.
- Według wstępnych szacunków ceny konsumpcyjne wzrosły w ubiegłym miesiącu o 8,6% r/r. W porównaniu do listopada wyraźnie przyspieszył wzrost cen żywności, natomiast wyhamowały wzrosty nośników energii i paliw.
- Obniżki stawek akcyzy na benzyny i olej napędowy zredukowały ceny paliw na stacjach, więc ostateczne szacunki GUS mogą przynieść niższy ich poziom i ewentualną rewizję grudniowej inflacji do 8,5% r/r.
- Średnioroczny wzrost cen w 2022 r. będzie wyraźnie wyższy niż w 2021 (5,1%) i wyniesie 8-9%, przy czym ostateczny przebieg ścieżki inflacji w tym roku będzie w dużej mierze kształtowany przez działania fiskalne na rzecz jej ograniczenia. W tym tygodniu rząd ogłosi Tarczę Antyinflacyjną 2.0, która ma m.in. przewidywać obniżenie stawek VAT na paliwa do 8% na pół roku, począwszy od lutego. Może to obniżyć ceny paliw na stacjach o 60-70gr. Dowiemy się także czy i od kiedy wprowadzona zostanie zerowa stawka VAT na żywność.
- Biorąc pod uwagę wysoki poziom inflacji i perspektywę jej dalszego wzrostu w najbliższych miesiącach RPP już w lutym może podnieść stopy procentowe o kolejne 50pb. Spodziewamy się, że do końca 2022 stopa referencyjna wzrośnie do 4,00%, a w 2023 do 4,50%.
- We wtorek NBP opublikuje listopadowe dane o bilansie płatniczym. Szacujemy, że deficyt obrotów bieżących wyniósł 1 440 mln €. Eksport towarów wyrażony w € wzrósł o 7,2%, a import zwiększył się o 20,7% r/r.

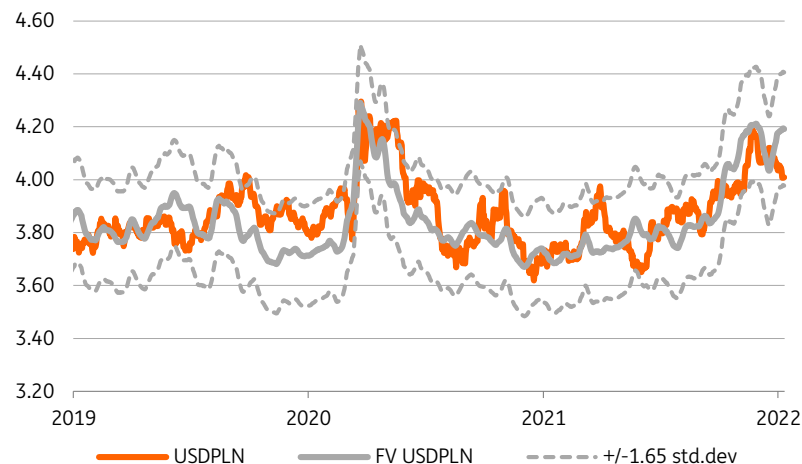
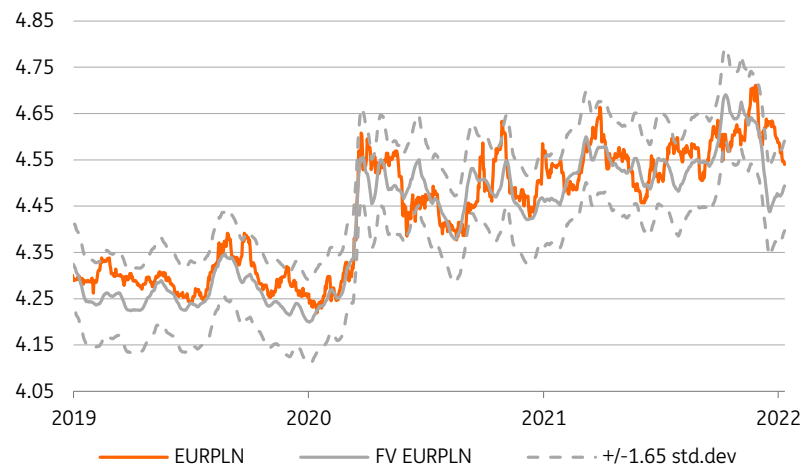
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23
US\$/PLN	4.11	4.14	4.15	4.17	4.19	4.17	4.16	4.15	4.11	4.08	4.05	4.03
€/PLN	4.57	4.55	4.54	4.53	4.52	4.51	4.49	4.48	4.47	4.46	4.45	4.45
CHF/PLN	4.43	4.42	4.42	4.43	4.43	4.42	4.41	4.39	4.34	4.29	4.24	4.17
GBP/PLN	5.50	5.48	5.49	5.50	5.51	5.50	5.48	5.46	5.45	5.44	5.43	5.41

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest niedowartościowany wobec euro. Krajową walutę wspierać powinien duży wzrost stóp w kraju, podczas gdy w euro stopy są stabilne. W modelu silnie zaważył też wzrost rentowności POLGBs. Dolara wspierają natomiast oczekiwania na szybki wzrost stóp Fed. Dlatego mimo wzrostu stóp w kraju PLN jest wg naszych szacunków bliski równowadze.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zgodne ze wskazaniem modelu.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@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.