

Tygodnik ING

Rynki czekają na decyzję EBC. W tle materializuje się scenariusz niedoboru gazu w Europie.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

19 lipca 2022



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



W skrócie.

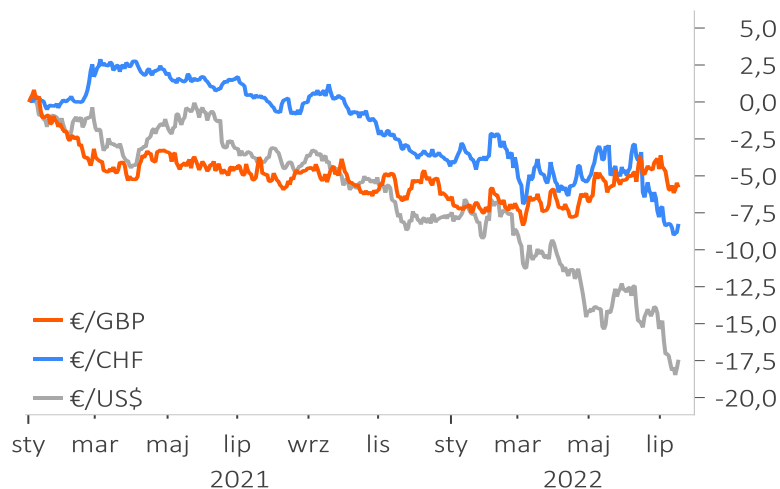
- Wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Rady Prezesów ECB w czwartek. Spodziewana jest pierwsza podwyżka stóp procentowych od 11 lat. W ostatnich tygodniach pojawiło się wiele głosów (m.in. prezesi banków centralnych Holandii i Łotwy) o konieczności podwyżki o 50pb. Taki scenariusz potwierdza artykuł w jednym z serwisów informacyjnych sugerujący, że EBC może rozpocząć swój cykl podwyżek stóp od 50pb. W poprzednich latach takie komunikaty faktycznie zapowiadały decyzje inne niż wyceniał to rynek, stąd ich duża wiarygodność. Kluczowa będzie również decyzja o tzw. narzędziu defragmentacyjnym ECB nakierowanym na stabilizowanie rynków długu krajów peryferyjnych strefy euro. Upadek rządu M.Draghiego we Włoszech komplikuje decyzje w tym zakresie.
- Jeśli chodzi o dane to najważniejsze będą piątkowe szybkie szacunki PMI za lipiec dla głównych gospodarek strefy euro (Niemcy, Francja, strefa euro jako całość), Wielkiej Brytanii i USA. Spodziewamy się pogorszenia wskaźników w kierunku granicy 50pkt. Pogorszenie będzie widoczne zarówno w przemyśle jak i usługach.
- Gazprom poinformował, że „nie może zagwarantować” dalszych dostaw gazu do Europy rurociągiem Nord Stream 1 z powodu „nadzwyczajnych” okoliczności – poinformowała spółka zachodnich kontrahentów. Gazociąg Nord Stream 1 jest głównym źródłem dostaw tego surowca z Rosji do Niemiec. W czwartek planowane było wznowienie dostaw po 10 dniowej przerwie technicznej.
- Wstrzymanie dostaw gazu do Unii Europejskiej w najgorszym scenariuszu może zmniejszyć PKB wspólnoty nawet o 1,5% tej zimy – szacuje Komisja Europejska. Dotyczy to sytuacji, w której zima jest mroźna a UE nie zapewni sobie wystarczających zapasów i nie wprowadzi rozwiązań na rzecz ograniczenia zużycia energii. Obecnie europejskie magazyny gazu są zapełnione w ok. 63%, co jest równowartością 46 dni zimowego zużycia. Wczoraj prasa zachodnia pisała, że Komisja Europejska przygotowała draft dokumentu, w którym zaleca krajom członkowskim już dzisiaj dobrowolne cięcie zużycia gazu, aby zbudować zapasy na zimę i uniknąć blackoutu.

Kalendarz makroekonomiczny/m

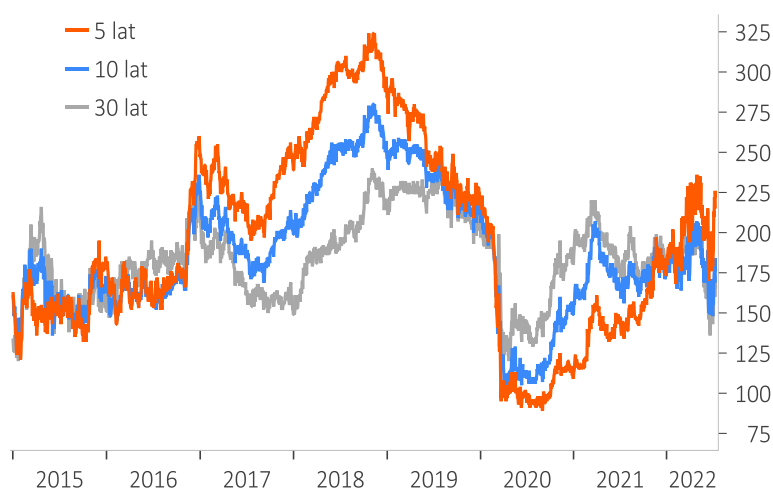
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 VII	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC	-	+25pb	+25pb.	b.z.
22 VII	Niemcy	9:30	PMI dla przemysłu	VII	49,5pkt.	50,6pkt.	52,0pkt.
			PMI dla sektora usług	VII	50,9pkt.	51,2pkt.	52,4pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI dla przemysłu	VII	51,0pkt.	51,0pkt.	52,1pkt.
			PMI dla sektora usług	VII	51,6pkt.	52,0pkt.	53,0pkt.
	USA	15:45	PMI dla przemysłu	VII	-	52,0pkt.	52,7pkt.
			PMI dla sektora usług	VII	-	52,6pkt.	52,7pkt.

Rynki walutowe – korekta na €/US\$ nadal w toku.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

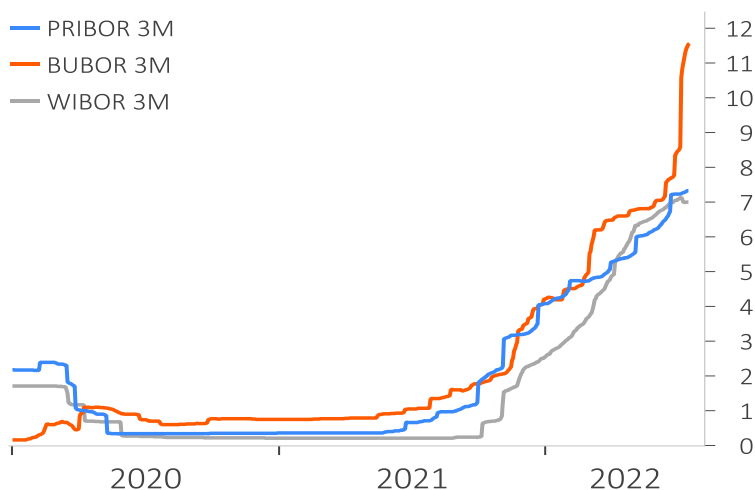
- Na €/US\$ trwa korekta wzrostowa. Po silnym i długim umocnieniu dolara, obecnie trwa realizacja zysków i wzrost kursu €/US\$. Wcześniej para przejściowo znalazła się poniżej parytetu, ale dotarła ponad 1,02. Wsparciem dla euro był w tym tygodniu artykuł w jednym z serwisów informacyjnych sugerujący, że EBC może rozpocząć swój cykl podwyżek stóp od 50pb. W poprzednich latach takie komunikaty faktycznie zapowiadały decyzje inne niż wyceniał to rynek, stąd ich duża wiarygodność.
- Scenariusz większej korekty na €/US\$ się realizuje. Bardziej zdecydowana podwyżka stóp EBC otwiera drogę do wzrostu kursu nawet do 1,05 w ciągu nawet tygodnia. Decyzja EBC już jutro. Wcześniej rynek śledzi dwa inne ważne wydarzenia: czy upadnie rząd Draghiego we Włoszech. Dzisiaj jego przemówienie w Senacie w przygotowaniu do ewentualnego głosowania nad wotum zaufania. Dodatkowo punktem uwagi jest rynek gazu i to w jakiej skali Gazprom wznowi dostawy, w czwartek 21 lipca o 6 rano czasu środkowoeuropejskiego planowane jest wznowienie dostaw gazu. W czwartek poznamy także najprawdopodobniej pesymistyczne dane o koniunkturze ze strefy euro (PMI). Stąd widzimy raczej hamowanie odbicia pary €/US\$.
- Długoterminowe perspektywy kursu są jednak mocno niepewne. Głównym ryzykiem pozostaje zatrzymanie dostaw gazu z Rosji, co doprowadzi do recesji w Europie. To z kolei może dość szybko zatrzymać cykl podwyżek stóp EBC, mimo wysokiej jak na europejskie standardy inflacji. Dlatego nawet mimo bardziej zdecydowanego EBC szanse, że €/US\$ zdoła dotrzeć do 1,07 pod koniec 3kw22 obniżają się.

Rynki walutowe – PLN pozostanie słaby w 2 poł22.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

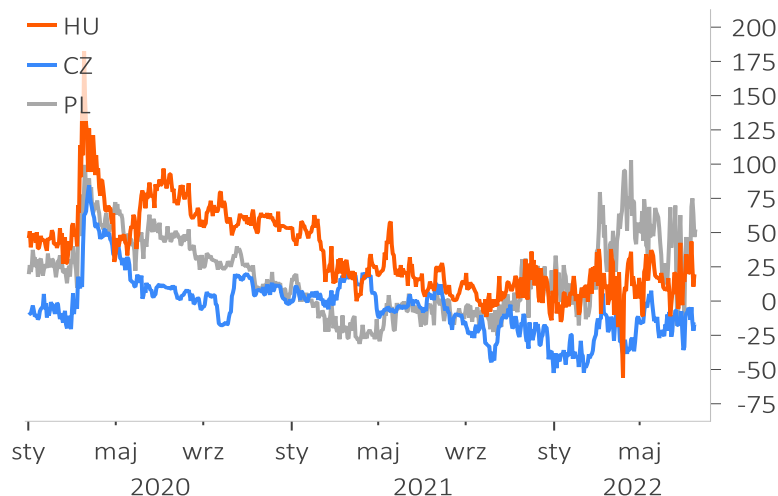
- Umocnienie złotego trwa już kilka dni mimo łagodnych komentarzy z RPP, sugerujących szybki koniec cyklu podwyżek stóp w Polsce. Wielu inwestorów pozbywa się pozycji dolarowych i wraca do walut europejskich stąd umocnienie walut takich jak euro, złoty i forint.
- Rosnące oczekiwania na podwyżki stóp EBC powinny na razie także pomagać złotemu. Rynek na razie zapomniał o złagodzeniu retoryki RPP i pozbywa się dolarów oraz wraca do wielu walut europejskich. To sugeruje, że spadek pary €/PLN do 4,73 jest w najbliższych dniach realny. Odwrócenie tego trendu może jednak nastąpić dość szybko. RPP może wybrać scenariusz czeski, to jest mniejsze podwyżki, osłabienie złotego i interwencje. Dodatkowo, pomimo mniejszego od oczekiwań deficytu obrotów bieżących w maju, skala nierównowagi zewnętrznej nadal powiększa się, co może wciąż ciężyć notowaniom PLN. W efekcie spodziewamy się €/PLN do 4,80 w trakcie wakacji.
- W dalszej części roku spodziewamy się raczej stabilizacji €/PLN w ramach szerokiego trendu bocznego. Rozkład ryzyk jest jednak asymetrycznie skrzywiony w kierunku potencjalnie słabszego PLN. Problemem jest polityka NBP. Nawet jeżeli stopy dojdą do oczekiwanego przez nas poziomu 8,5% to zajmie to więcej czasu. RPP może też komunikować przedwczesny koniec cyklu podwyżek. Odnosimy wrażenie, że RPP preferuje słabego złotego i interwencje zamiast dalszych podwyżek stóp. Widzimy ryzyko, że stopy nie wzrosną do 8,5%, jak zakładamy w bazowym scenariuszu.

Rynek długu – wzrosty rentowności SPW przed nami.

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



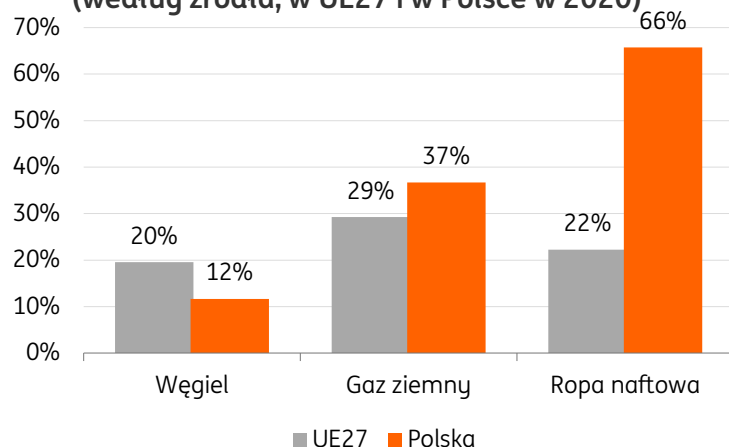
Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Bazowe rynki długu pozostają w trendzie bocznym. Tydzień na rynkach długu zaczął się od wzrostów rentowności po obu stronach Atlantyku. Nadal jednak odbywa się to w ramach konsolidacji. Inwestorzy nie są zdecydowani czy skupić się na ryzyku recesji, czy wysokiej inflacji. Podobnie wygląda sytuacja na SPW, ale nadal zmienność pozostaje bardzo wysoka.
- Pod koniec tygodnia możliwe jest lekkie umocnienie, głównie przez spadek złotych IRS. Obawiamy się słabych danych o koniunkturze z Europy (PMI), które tylko wzmocnią strach przed recesją. Nie pomagają też dane z kraju, pokazujące spowolnienie po imponującym 1kw22.
- W dłuższej perspektywie niezmiennie widzimy przestrzeń do wzrostów rentowności POLGBs. Inflacja jest daleka od opanowania, przed nami skok cen energii jesienią i od początku 2023 roku, słaby złoty także ponownie podniesie ceny, pojawiają się coraz silniejsze sygnały spirali płacowo-cenowej. Z kolei mniej jastrzębie komunikaty ze strony NBP mogą ciążyć na notowaniach PLN. Wzrost kosztów energii rodzi ryzyko dalszego wzrostu inflacji w 4kw22 i 1kw23. Oznaczałoby to konieczność podniesienia stóp NBP do wyższych poziomów niż wycenia to obecnie rynek, w naszym bazowym scenariuszu w okolicach 8,50%.
- Nie spodziewamy się aby rentowność 10letnich SPW przebiła ostatni szczyt w okolicach 8%. Zachowanie rynku sugeruje, że są to już atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych poziomy, które zachęcają do angażowania się w polskie obligacje.

Materializuje się scenariusz niedoboru gazu w Europie.

Udział importu z Rosji w podaży paliw kopalnych łącznie (według źródła, w UE27 i w Polsce w 2020)



Gaz ziemny. Rekordy wszechczasów, cena benchmarku holenderskiego TTF 1M.



- Gazprom poinformował, że „nie może zagwarantować” dostaw gazu do Europy rurociągiem Nord Stream 1 z powodu „nadzwyczajnych” okoliczności. Gazociąg jest głównym źródłem dostaw tego surowca z Rosji do Niemiec. W czwartek planowane jest wznowienie dostaw po przerwie technicznej. Wstrzymanie dostaw gazu do Unii Europejskiej w najgorszym scenariuszu może zmniejszyć PKB wspólnoty nawet o 1,5% tej zimy – szacuje Komisja Europejska.
- Europejskie magazyny gazu są zapełnione w ok. 63%, co jest równoważnością 46 dni zimowego zużycia. Prasa donosi, że KE przygotowała draft dokumentu, w którym zaleca krajom członkowskim dobrowolne cięcie zużycia gazu, aby zbudować zapasy na zimę. Kraje dostaną konkretne cele/kwoty o ile mają obniżyć zużycie, które mogą stać się obowiązkowe w sytuacji kiedy deficyt gazu stanie się realny.
- Trudno przewidzieć jak do pomysłu unii gazowej odniosą się państwa członkowskie. Zakładamy jednak, że rządy unijne będą chciały zbudować zapasy gazu z wyprzedzeniem, aby uniknąć blackoutów, co oznacza większy spadek PKB Eurolandu w 4kw22 niż 1kw23. Dodatkowy czynnik obniżający PKB Eurolandu w 2poł22 to szok inflacyjny zmniejszający konsumpcje. Dla Polski zakładamy, iż negatywny wpływ na PKB rozpocznie się już w 2poł22 (w ujęciu kw/kw recesja techniczna). Już dzisiaj widać załamanie zamówień zagranicznych w PKB.
- Scenariusz spowolnienia zmniejsza determinację RPP do podwyżek. Ostatnie komentarze wskazują, że RPP woli słabszego złotego i (może) interwencje niż dalsze podwyżki. Widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy docelowego poziomu stóp na 8,5%, ale na razie nie zmieniamy scenariusza z uwagi na doświadczenia węgierskie.

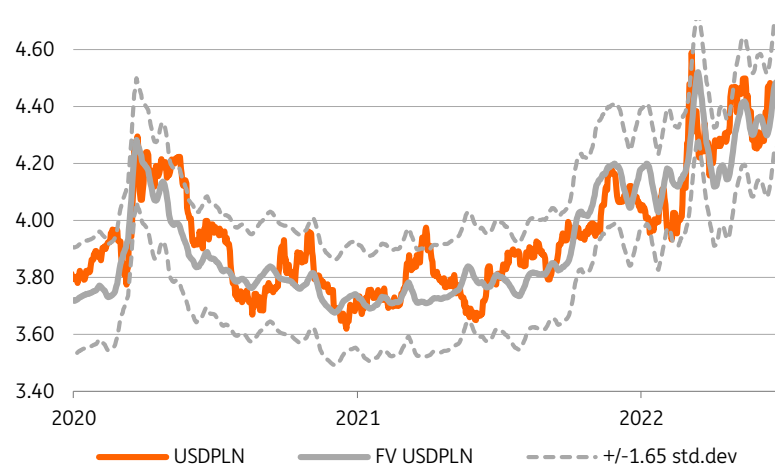
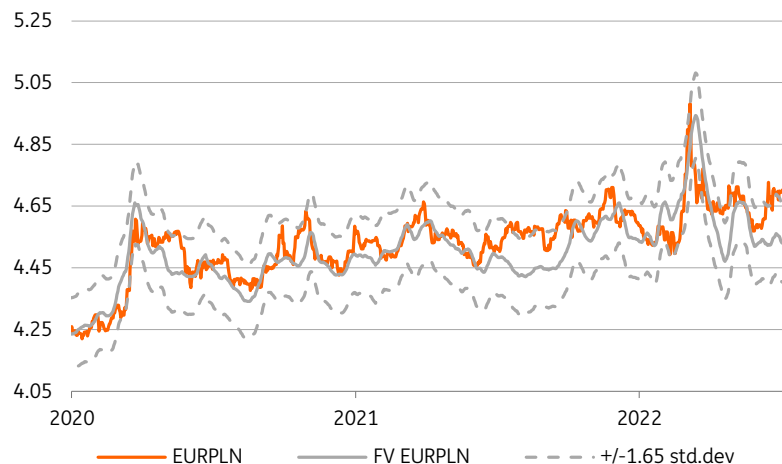
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23
US\$/PLN	4.57	4.52	4.48	4.44	4.40	4.37	4.33	4.29	4.26	4.22	4.18	4.13
€/PLN	4.80	4.75	4.75	4.75	4.75	4.74	4.73	4.72	4.71	4.69	4.68	4.65
CHF/PLN	4.66	4.61	4.54	4.47	4.40	4.37	4.35	4.32	4.29	4.26	4.24	4.20
GBP/PLN	5.85	5.79	5.75	5.70	5.65	5.64	5.62	5.60	5.58	5.56	5.54	5.50

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro według naszych szacunków pozostaje wysokie. Rosnące oczekiwania na wzrost stóp procentowych w Polsce uzasadniają dalsze umocnienie złotego wobec wspólnej waluty. Problemem jest niepewność geopolityczna oraz przedłużający się konflikt wokół KPO. Dodatkowo problemem jest niespójna polityka fiskalna i monetarna w kraju. Modele sugerują też pole do zawężenia asset swapów, choć same rentowności obligacji mają ciągle przestrzeń do wzrostu.



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.