

Tygodnik ING

W tym tygodniu kolejna podwyżka stóp Fed i szacunek CPI z kraju.

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 środowe posiedzenie amerykańskiego Fed. Spodziewamy się podwyżki o 75pb, zgodnie z konsensusem, do poziomu 2,5%. W naszej ocenie podwyżka o 75pb będzie kompromisem między argumentami za podwyżką o 100pb (inflacja CPI 9,1%r/r w czerwcu, mocne payrolls) a podwyżką o 50pb, do której mogłaby skłaniać wskaźniki osłabienia koniunktury i lekki spadek oczekiwań inflacyjnych. Ponadto, w ostatnich tygodniach wypowiedzi jastrzębi z Fed (min. J. Bullarda czy C. Wallera) nie sygnalizowały mocnego przekonania do podwyżki o 100pb.
- Inwestorów zaskoczyła skala pogorszenia PMI z sektora usług USA w piątek i część z nich zastanawia się, czy spowolnienie gospodarcze zmusi Rezerwę Federalną do ograniczenia podwyżek stóp. Wzrost gospodarczy powinien pozostać dość słaby (choć biski konsensusowi). Przewidujemy również, że Fed, zgodnie z oczekiwaniami, podniesie stopy o 75pb. W Europie spodziewamy się inflacji zgodnej z oczekiwaniami oraz słabych wyników PKB za 2kw22, gorszych od oczekiwań (zwłaszcza w głównych gospodarkach). W połączeniu z niesłabnącymi napięciami geopolitycznymi sugeruje to stabilizację pary €/US\$ przy obecnych poziomach lub jej ponowny spadek. Powrót do ostatnich dołków w okolicach parytetu jest jednak w najbliższym czasie mało prawdopodobny.
- W piątek GUS opublikuje wstępny szacunek lipcowej inflacji. Nasze wstępne prognozy wskazują, że w tym miesiącu inflacja CPI mogła się nieznacznie obniżyć względem czerwca (15,5% r/r), m.in. z uwagi na wyraźny spadek cen paliw po wprowadzeniu przez dominującego gracza na tym rynku letniej promocji, która skłoniła innych sprzedawców do obniżek cen w podobnej skali. Rozbieżności między analitykami są w tym miesiącu duże, nie tylko co do skali ale nawet kierunku (tzn. wzrostu lub spadku inflacji).

Kalendarz makroekonomiczny/m

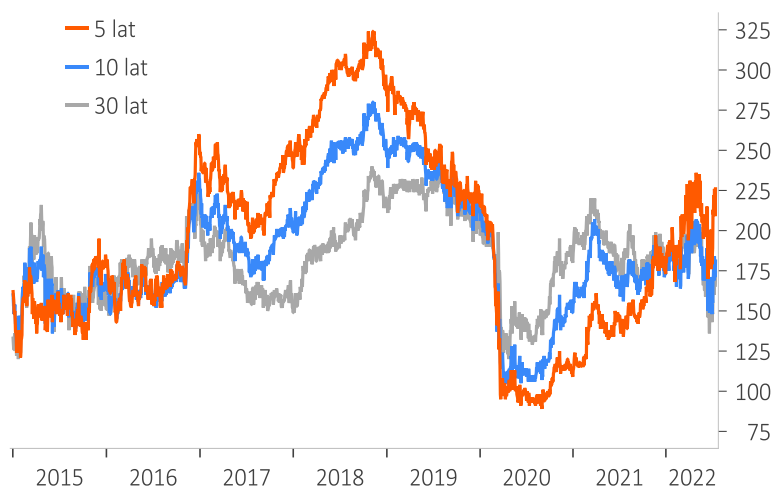
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
26 VII	USA	16:00	Wskaźnik nastrojów gosp. domowych	VII	96,5pkt.	97,0pkt.	98,7pkt.
27 VII	USA	20:00	Decyzja FOMC		+75pb	+75pb	+75pb
28 VII	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	0,4%	0,8%	-1,6%
29 VII	Niemcy	8:00	PKB r/r	II kw.	1,0%	3,8%	4,0%
	Polska	10:00	CPI r/r	VII	-	15,6%	15,5%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VII	8,8%	8,8%	8,6%
			Inflacja bazowa r/r	VII	3,8%	4,7%	4,6%

Rynki walutowe – Rynki czekają na decyzję Fed.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

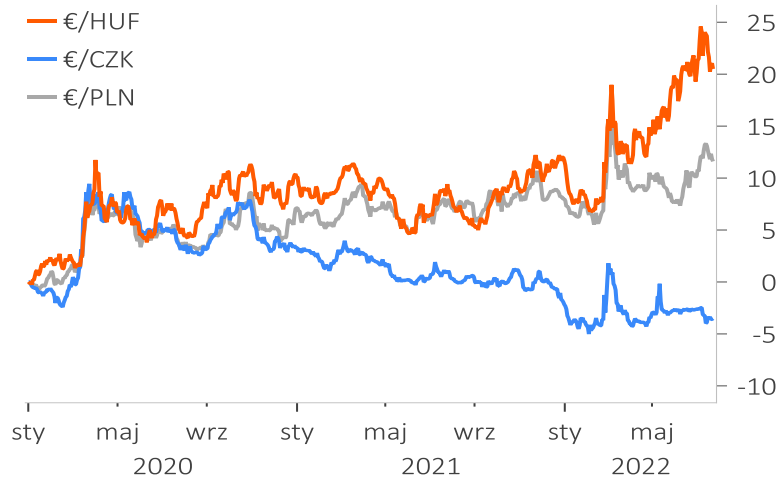


€/US\$:

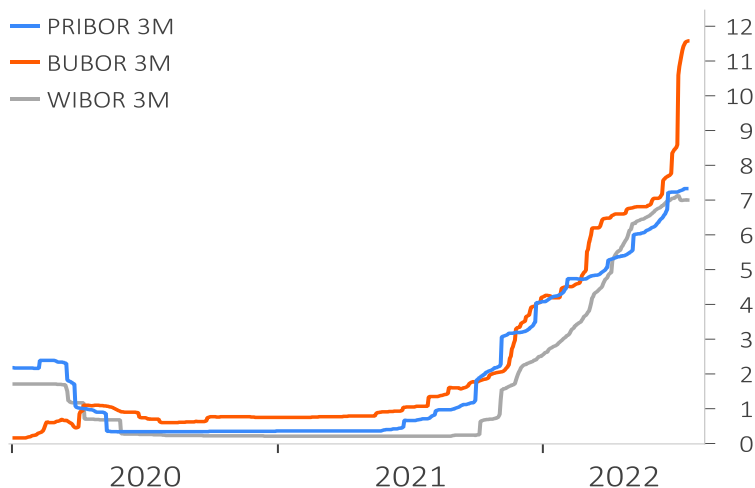
- W ubiegłym kurs €/US\$ ustabilizował się przy 1,02. Para próbowała wybić się z konsolidacji w dół po rozczarowaniu retoryką EBC i słabych PMI z Europy. Gorsze od konsensusu okazały się PMI z amerykańskiego sektora usług, co ograniczyło oczekiwania na docelowy poziom stóp Fed, co próby te zatrzymało.
- W tym tygodniu punktem uwagi dla rynków powinny być: decyzja Fed oraz wstępny szacunek amerykańskiego PKB za 2kw22. Inwestorów zaskoczyła skala pogorszenia PMI z sektora usług USA i część z nich zastanawia się, czy spowolnienie gospodarcze zmusi Rezerwę Federalną do ograniczenia podwyżek stóp. Wzrost gospodarczy powinien pozostać dość słaby (choć biski konsensusowi). Spodziewamy się również, że Fed zgodnie z oczekiwaniami podniesie stopy o 75pb. W Europie spodziewamy się inflacji zgodnej z oczekiwaniami oraz słabych wyników PKB za 2kw22, gorszych od oczekiwań (zwłaszcza w głównych gospodarkach). W połączeniu z niestabilnymi napięciami geopolitycznymi sugeruje to stabilizację pary €/US\$ przy obecnych poziomach lub jej ponowny spadek. Powrót do ostatnich dołków w okolicach parytetu jest jednak w najbliższym czasie mało prawdopodobny.
- Długoterminowe perspektywy kursu są 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 – spadek €/PLN mimo komentarzy z NBP.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

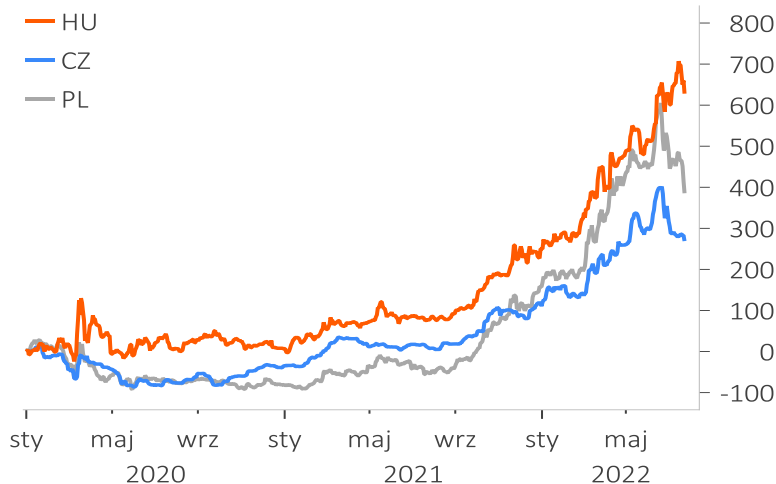


€/PLN:

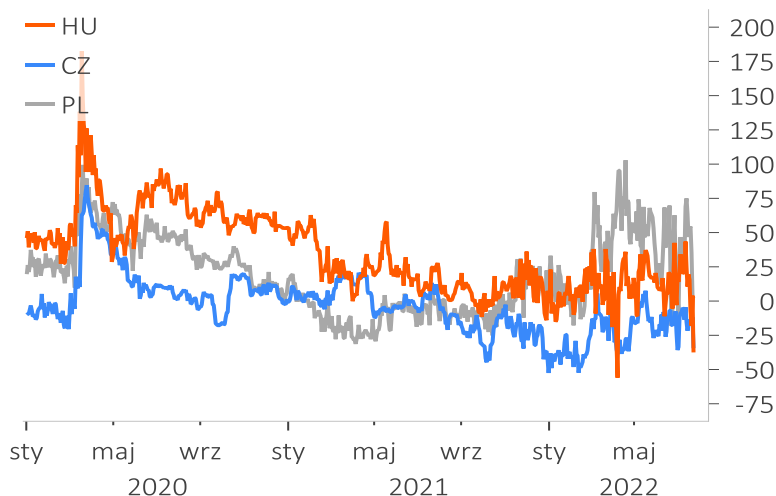
- Od połowy miesiąca trwa umocnienie walut CEE. Kurs €/PLN z ostatniego szczytu na 4,84 spadł do 4,72 na początku tygodnia. To efekt wyhamowania spadku €/US\$ i zamykania pozycji dolarowym przeciw walutom CEE.
- Nasza ocena perspektyw złotego nie zmieniła się na przełomie tygodnia. Jeżeli para €/US\$ wróci do spadków, to prawdopodobnie inwestorzy rozpoczną odbudowywanie pozycji na wzrost US\$/PLN. To zwiększa ryzyko osłabienia złotego także wobec euro. Rynek uwierzył w rysowany przez Prezesa NBP scenariusz szybkiego końca podwyżek stóp. Dodatkowo, pomimo mniejszego od oczekiwań deficytu obrotów bieżących w maju, skala nierównowagi zewnętrznej nadal powiększa się, co może wciąż ciężać notowaniom PLN. Od strony fundamentalnej główną zmianą na plus może okazać się zapowiedź MFiPR, że jeszcze w październiku lub listopadzie złożą wniosek o płatność z KPO na €4mld. Środki te zostałyby wymienione na rynku, wspierając złotego. To jednak nadal odległa perspektywa. W efekcie spodziewamy się wzrostu €/PLN ponownie ponad 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 – SPW wspierane obawami o recesję.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- W ubiegłym tygodniu uwagę rynków skupiły kolejne sygnały wskazujące na znaczące pogorszenie koniunktury globalnie, m.in. słabe PMI. EBC nie był też w stanie przekonać rynków o swojej determinacji do walki z inflacją, chociaż rozpoczął swój cykl podwyżek stóp w nieco wyższej skali niż wyceniały stawki rynku pieniężnego. W efekcie po obu stronach oceanu obserwowaliśmy silne spadki rentowności. Na krajowym rynku długu dodatkowo dały o sobie znać niska płynność i spadek oczekiwań na kolejne podwyżki stóp NBP m.in. po komentarzu Prezesa NBP A. Głapińskiego i słabszych danych ze sfery realnej.
- Na bazowych rynkach długu i SPW spodziewamy się dalszych spadków rentowności, skoncentrowanych na długim końcu. Powinny one potrwać przynajmniej do decyzji Fed. Zarówno napływające dane, jak i zesztotygodniowa decyzja EBC wpisują się w scenariusz relatywnie krótkiego cyklu podwyżek stóp. Trend ten może potrwać nawet do końca wakacji. Oczekiwania na podwyżki stóp NBP spadają. Nadchodzące dane obrazu raczej nie zmienią, szczególnie, że w wakacje CPI w kraju może przejściowo lekko się obniżyć.
- 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, utrzymuje się presja płacowa. Z kolei mniej jastrzębie komunikaty ze strony NBP mogą ciężać 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 okolicie 8,50%.

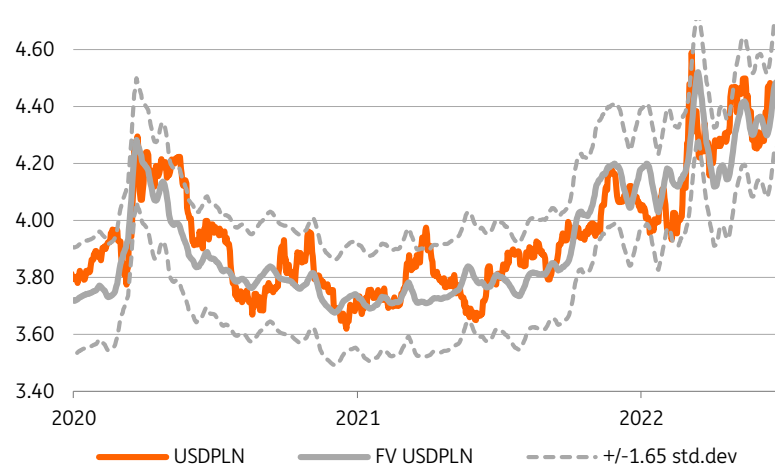
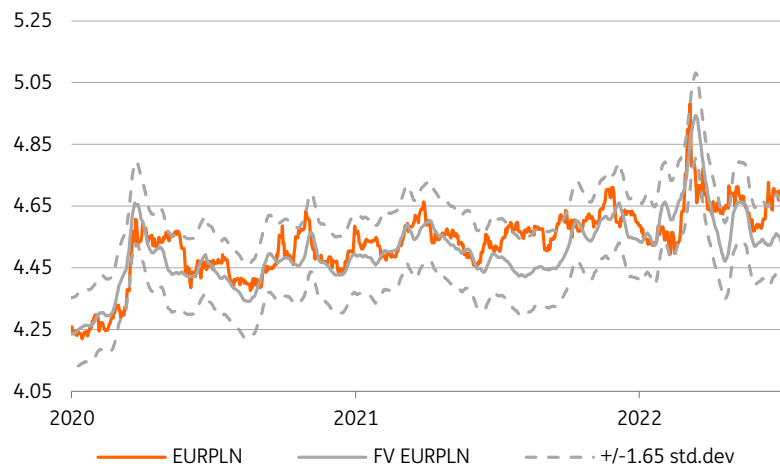
Prognozy walutowe.

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.