

Tygodnik ING

Rynki czekają na decyzje głównych banków centralnych.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

2 września 2022



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



W skrócie.

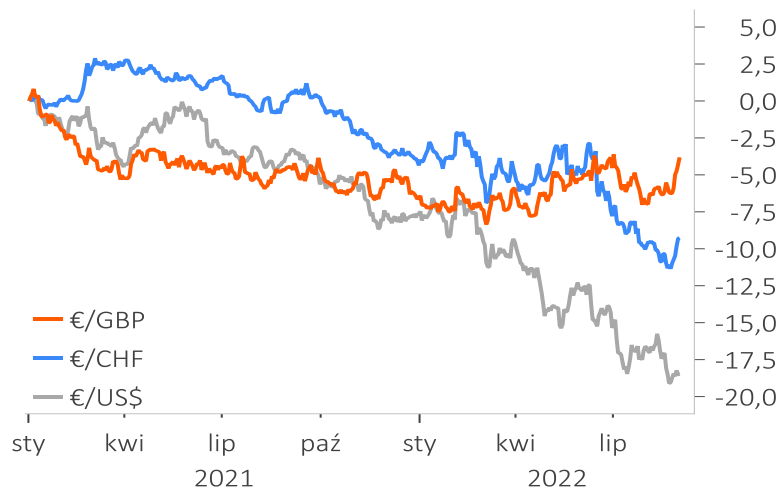
- Początek pierwszego pełnego tygodnia września powinien być na rynkach spokojny z uwagi na święto w USA. W kolejnych dniach inwestorzy prawdopodobnie skupią się na danych o koniunkturze w amerykańskim sektorze usług (ISM). Wskazania wskaźników koniunktury w słuchach wg badania PMI pokazywały znaczące pogorszenie sytuacji, które jak dotychczas nie znalazło odzwierciedlenia w uznawanym za ważniejszy wskaźniku ISM.
- Wydarzeniem tygodnia będzie jednak czwartkowa decyzja EBC. Uważamy, że Rada Prezesów zdecyduje się na podwyżkę o 50pb, chociaż szanse na 75pb nie są wiele niższe niż 50%. Wskazuje na to jedna z informacji medialnych sugerująca taką możliwość – historycznie kontrolowane przecieki z EBC miały stosunkowo wysoką sprawdzalność. Stawki rynku pieniężnego w euro wskazują, że również inwestorzy wyceniają taki scenariusz na 50-50. Może to okazać się ostatnia zmiana stóp w strefie euro przed dłuższą przerwą.
- Perspektywy €/US\$ na najbliższy tydzień mocno zależą od decyzji EBC. Podwyżka o 50pb prawdopodobnie zepchnie parę znów istotnie poniżej parytetu. W tych okolicach może też pozostać przez dużą część końcówki roku, najprawdopodobniej nie będzie w stanie zbliżyć się do 1,05. Dolara nadal premiuje oczekiwania na podwyżki stóp Fed. Z kolei nad Europą nadal wisi widmo kryzysu energetycznego i związanej z tym recesji.
- We wrześniu ryzyko ponownego osłabienia złotego jest istotne. Szereg banków zaczęło sygnalizować duże szanse na 50pb podwyżki stóp NBP w tym miesiącu. My ciągle stawiamy raczej na 25pb. Również przekaz z Rady może nie być tak jastrzębi jak oczekiwałyby tego rynek. Jeżeli dołoży się do tego trwały powrót €/US\$ poniżej parytetu, to presja na osłabienie złotego (i innych walut naszego regionu) powróci. Dlatego ryzyko powrotu €/PLN w okolice 4,80 we wrześniu – październiku jest istotne.

Kalendarz makroekonomiczny/m

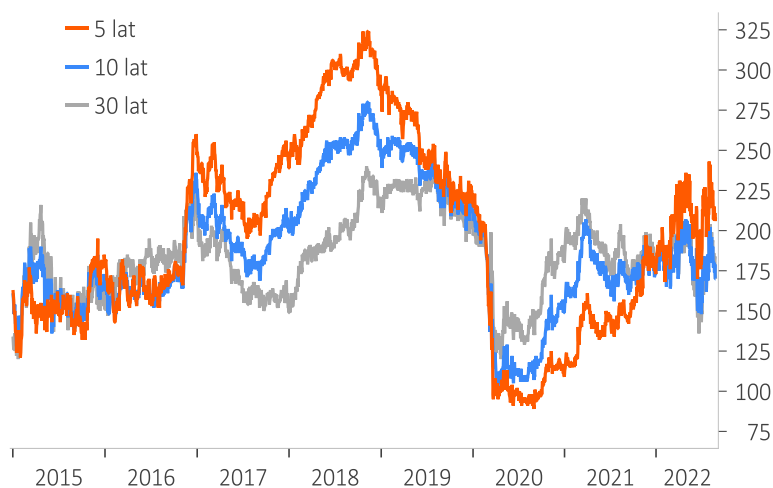
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 IX	USA	-	Dzień wolny				
6 IX	USA	16:00	ISM dla sektora usług	VIII	54,0pkt.	54,8pkt.	56,7pkt.
7 IX	Niemcy	8:00	PKB kw/kw	II kw.	-	0,1%	0,1%
			Produkcja przemysłowa m/m	VII	-1,0%	-0,3%	0,4%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	II kw.	-	3,9%	3,9%
8 IX	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		1,0%	1,0%	0,5%

Rynki walutowe – €/US\$ blisko parytetu.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

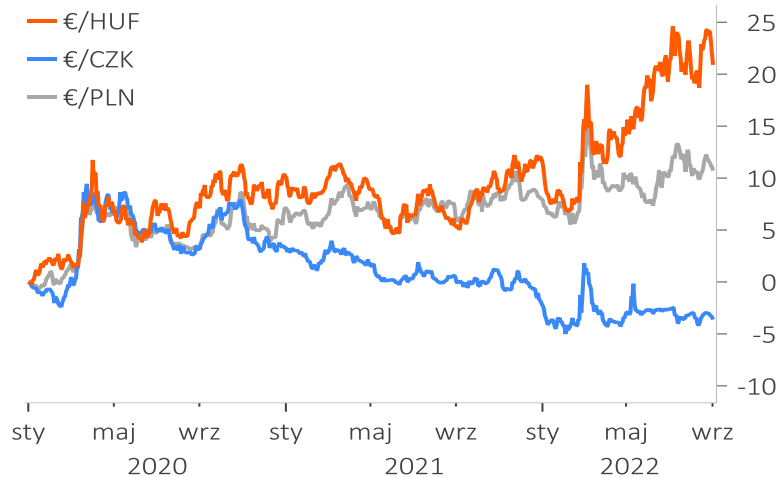


€/US\$:

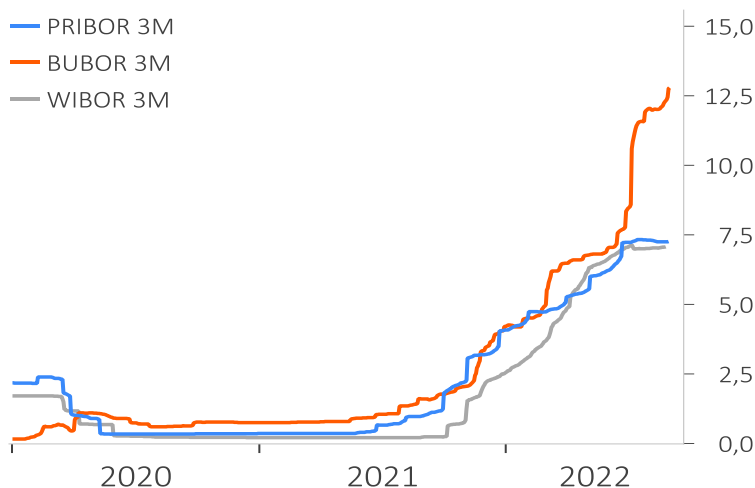
- Przełom sierpnia i września przyniósł serię prób wybicia się pary €/US\$ powyżej parytetu. Wsparciem dla euro były m.in. doniesienia o możliwej podwyżce o 75pb EBC we wrześniu. Ostatecznie kurs utrzymał się w trendzie bocznym wokół tego poziomu. Pomogły w tym m.in. obawy o koniunkturę w Europie i kolejne sygnały z Fed świadczące o gotowości FOMC do podwyżki o 75pb we wrześniu.
- Perspektywy €/US\$ na najbliższy tydzień mocno zależą od decyzji EBC. Podwyżka o 50pb prawdopodobnie zepchnie parę znów istotnie poniżej parytetu – rynek wycenia scenariusz podwyżki o 75pb na około 50%. Naszym zdaniem szanse są również bliskie 50-50. Tak czy inaczej kurs powinien utrzymać się w trendzie bocznym między 0,99, a 1,01.
- Kurs €/US\$ prawdopodobnie zostanie dość blisko parytetu do końca roku, choć raczej z niewielką tendencją wzrostową. Oczekiwania na zacieśnienie polityki Fed pozostają mocne, a ogólna koniunktura w USA stosunkowo dobra. Co więcej, hamowanie presji inflacyjnej w USA w kolejnych miesiącach (szczególnie komponentu bazowego) może być wolniejsze niż do tej pory zakładano. Ryzykiem dla euro ciągle pozostaje też sytuacja w Europie. Rynek co prawda wycenił silne spowolnienie na przełomie roku, ale skala kryzysu energetycznego w zimie jest trudna do oszacowania.

Rynki walutowe – Ryzyko przeceny PLN we wrześniu.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

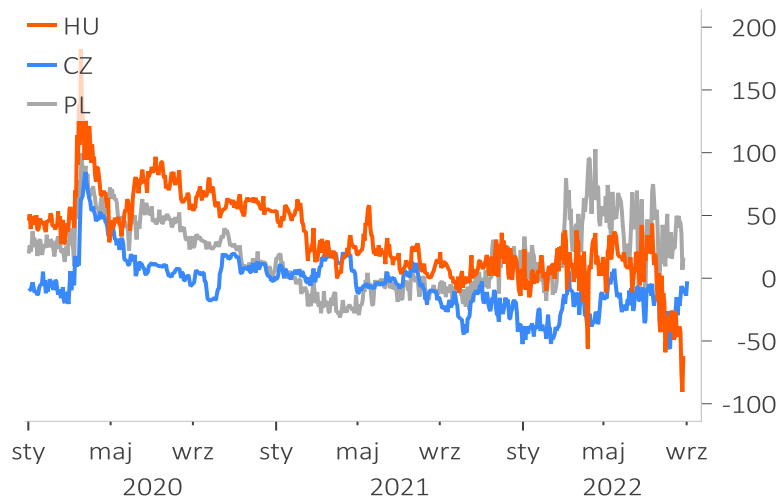
- Na przełomie miesiąca para €/PLN kontynuowała spadek. W ciągu ostatniego tygodnia cofnęła się z 4,75 w pobliże 4,71. Pomogła w tym m.in. stabilizacja €/US\$. To trend widoczny w całym regionie, szczególnie na Węgrzech - tam dodatkowym wsparciem była kolejna podwyżka stóp MNB i działania mające ograniczyć nadpłynność na węgierskim rynku pieniężnym.
- W tym tygodniu zachowanie złotego prawdopodobnie zdeterminuje kierunek na €/US\$. Od dłuższego czasu PLN i inne waluty CEE mają silną negatywną korelację z dolarem (mocniejszy US\$ = słabszy PLN).
- Dlatego w dalszej części miesiąca obawiamy się jednak ponownej presji na waluty CEE, szczególnie PLN. Dodatkowo pojawiły się oczekiwania na 50pb podwyżki stóp NBP w tym miesiącu. My ciągle stawiamy raczej na 25pb. Również przekaz z Rady może nie być tak jastrzębi jak oczekiwałyby tego rynek. Jeżeli dołoży się do tego trwały powrót €/US\$ poniżej parytetu, to presja na osłabienie złotego powróci. Dlatego ryzyko powrotu €/PLN w okolice 4,80 we wrześniu - październiku jest istotne.
- Perspektywy złotego na dalszą część roku powinny być wypadkową sytuacji geopolitycznej i poziomu €/US\$ oraz polityki NBP. Nadal uważamy, że presja inflacyjna w kraju będzie zdecydowanie bardziej uporczywa niż sugerują to komentarze z Rady i po wakacjach znów się nasili. To powinno wymusić dalsze zacieśnienie polityki Rady. Co do otoczenia międzynarodowego trudno wyrokować. W 4kw22 kurs €/PLN powinien znaleźć się w szerokim trendzie bocznym, niestety nadal z ryzykiem po wyższej stronie.

Rynek długu – mały wzrost rentowności dłużnych SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Rentowności na bazowych rynkach długu na przełomie sierpnia i września trwał wzrost rentowności, najprawdopodobniej związany ze wzrostem oczekiwań na zacieśnienie polityk Fed, czy EBC. Sytuacja w kraju wyglądała jednak inaczej – SPW z długiego końca były w stanie zanotować lekkie umocnienie. Prawdopodobnie inwestorzy nie są przekonani, że NBP zdecyduje się na zdecydowane podwyżki stóp mimo sporego zaskoczenia inflacją z kraju.
- Ciągle wygląda, że na krajowy rynek napływają inwestorzy zagraniczni. Dlatego przez najbliższy tydzień-dwa spodziewamy się raczej utrzymania rentowności w trendzie bocznym, mimo ryzyka dalszego osłabienia na rynkach balowych. Wycenom Treasuries, czy Bunda niezmiennie ciężką oczekiwaniami na zdecydowane podwyżki stóp zarówno Fed i EBC.
- W dłuższym terminie nadal liczymy na wzrost rentowności SPW, chociaż prawdopodobnie głównie na krótkim końcu. Zapowiedzi interwencji fiskalnej rządu (szczegóły prawdopodobnie poznamy w okolicach wrześniowego posiedzenia Sejmu) sugerują większe podażę długu i powinny osłabić oczekiwania na obniżki stóp w kraju przed końcem 2023. Stawki rynku pieniężnego ciągle wyceniają natomiast pierwszą obniżkę stóp NBP w 3kw22.
- Pogarszające się dane o koniunkturze w kraju i poza nim nie dają natomiast dużego pola do osłabienia dłużnych papierów w tym roku. Długie stawki swap w PLN silnie korelują np. z IRS w euro. To z kolei powoduje, że mimo silnych ryzyk inflacyjnych w kraju długie swapy w PLN przed wzrostem powstrzymuje niepewna sytuacja gospodarcza w Europie. Inwestorzy nie wydają się też przejęci przyszłorocznymi potrzebami pożyczkowymi.

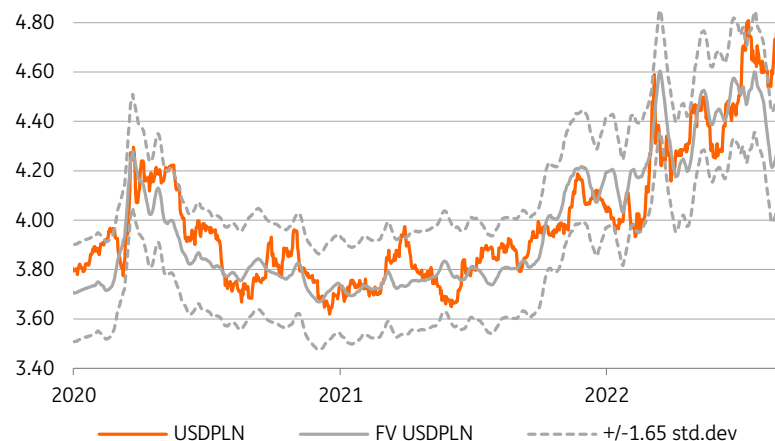
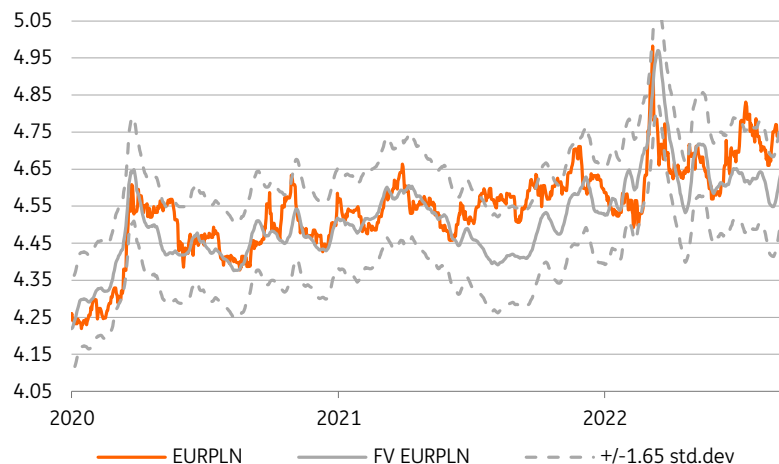
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23
US\$/PLN	4.75	4.75	4.75	4.71	4.67	4.63	4.58	4.54	4.46	4.42	4.38	4.34
€/PLN	4.75	4.75	4.75	4.74	4.73	4.72	4.71	4.69	4.68	4.67	4.65	4.64
CHF/PLN	4.68	4.60	4.52	4.49	4.46	4.42	4.39	4.35	4.31	4.28	4.24	4.21
GBP/PLN	5.60	5.66	5.72	5.70	5.68	5.65	5.63	5.60	5.57	5.54	5.52	5.49

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. Wysoki poziom stóp procentowych w Polsce teoretycznie uzasadnia umocnienie złotego wobec wspólnej waluty. Sytuacja podobnie wygląda w przypadku US\$/PLN. Problemem jest niepewność geopolityczna (w szczególności ciągle trwający konflikt na Ukrainie) oraz przedłużający się konflikt wokół KPO.



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.