

# Tygodnik ING

„Wyścig” na podwyżki stóp na rynkach bazowych.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

13 września 2022



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



# W skrócie.

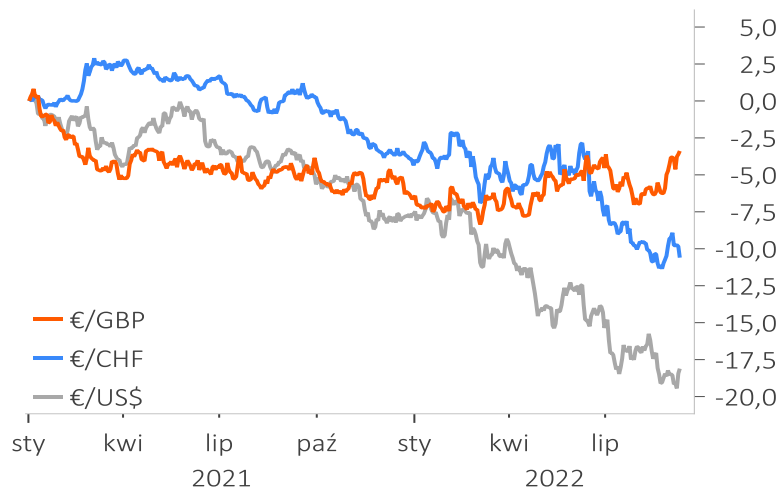
- Większym zaskoczeniem niż podwyżka stóp EBC o 75pb w ubiegłym tygodniu było bardzo jastrzębie nastawienie Rady Prezesów i zapowiedź wprost serii (2-5) podwyżek stóp procentowych w strefie euro. W połączeniu ze spadkiem cen gazu w Europie, postępami armii Ukraińskiej w walce z rosyjskim okupantem oraz planowanymi interwencjami na europejskim rynku gazu w celu ochrony konsumentów i firm przed wzrostem cen, zdjęło to nieco presji z € i pozwoliło €/US\$ na oddalenie się od parytetu.
- Wydarzeniem tygodnia będzie publikacja danych z USA. Inwestorzy przede wszystkim zwrócą uwagę na dane o inflacji CPI. Z jednej strony spodziewany jest spadek głównego wskaźnika z 8,5% r/r w lipcu w stronę 8%r/r w sierpniu, co utwierdzi rynek w przekonaniu, że szczyt inflacji amerykańska gospodarka ma już za sobą. Z drugiej strony, oczekiwany wzrost inflacji bazowej pozwoli Fed na kontynuację jastrzębiego nastawienia. Trzecia z rzędu podwyżka stóp Fed o 75pb w przyszłym tygodniu wydaje się przesądzona.
- Jastrzębi zwrot EBC był pewnym zaskoczeniem dla rynków, jednak w kontekście konsekwentnej polityki pieniężnej FOMC, i ograniczonej wiarygodności europejskich władz monetarnych, obecny wzrost notowań €/US\$ może okazać się jedynie krótkotrwałą korektą. O ile z europejskiego rynku energetycznego nie popłyną kolejne optymistyczne informacje, to €/US\$ nie będzie w stanie istotnie oddalić się od parytetu, a ponowne umocnienie US\$ jest bardziej prawdopodobne niż kontynuacja marszu €/US\$ na północ.
- Z kraju płyną sygnały o gotowości RPP do zakończenia cyklu podwyżek stóp. Nie miało to większego wpływu na PLN, który zyskiwał wraz ze wzrostem €/US\$ i spadkiem obaw o nasilenie kryzysu energetycznego w Europie, jednak rynek przeskalował swoje oczekiwania na docelowy poziom stóp w okolice 7,00-7,25%, umacniając POLGBs pomimo przeceny obligacji na rynkach bazowych. €/PLN nie był w stanie dłużej zagościć poniżej 4,70, co sugeruje odbicie w kierunku 4,74. Weryfikacją dla scenariusza zakończenia cyklu podwyżek będą dane inflacyjne. W naszej ocenie tegoroczny szczyt inflacji wciąż jest przed nami, co oznacza przestrzeń do wzrostów rentowności krótkoterminowych obligacji. Możliwa jest natomiast kontynuacja wyprzedzaży europejskich papierów.

## Kalendarz makroekonomiczny

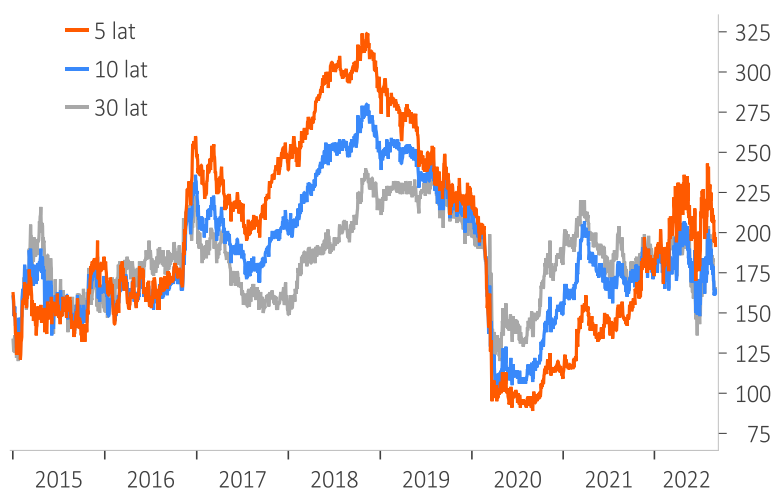
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
13 IX	USA	14:30	CPI r/r	VIII	8,2%	8,1%	8,5%
13 IX	USA	14:30	Inflacja bazowa r/r	VIII	6,1%	6,1%	5,9%
13 IX	Polska	14:00	Saldo obrotów bieżących, mln €	VII	-2640	-1851	-2636
15 IX	USA	14:30	Produkcja przemysłowa m/m	VIII	0,3%	0,2%	0,6%
15 IX	USA	15:15	Sprzedaż detaliczna m/m	VIII	0,1%	0,0%	0,0%
15 IX	Polska	10:00	CPI r/r	VIII	16,1%	16,1%	15,6%

# Rynki walutowe – €/US\$ nadal blisko parytetu.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

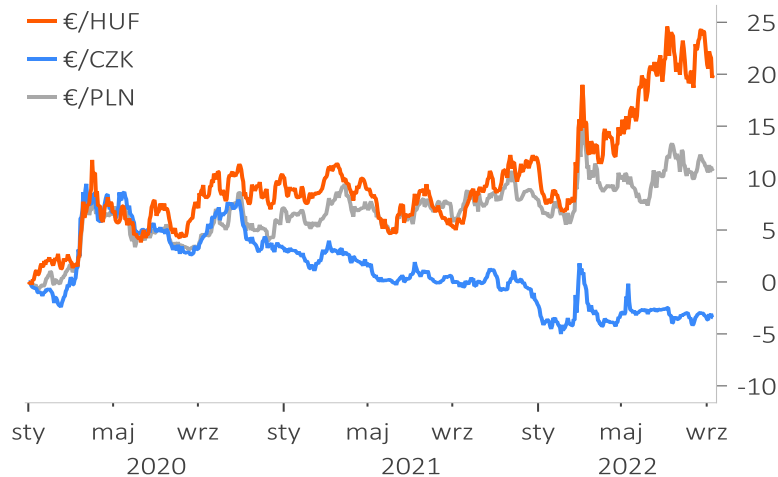


€/US\$:

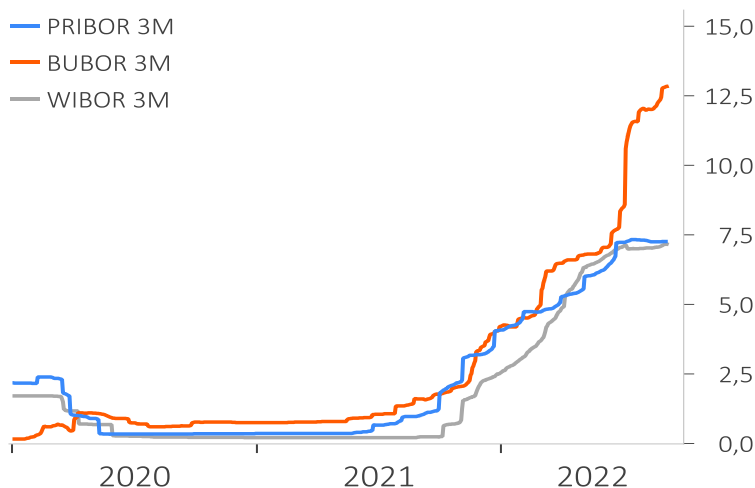
- Na rynkach bazowych mamy swego rodzaju „wyścig na podwyżki stóp procentowych”. Po ubiegłotygodniowej podwyżce stóp EBC o 75pb, i zapowiedzi kolejnych ruchów w tym kierunku w najbliższym czasie, przyszły tydzień przyniesie odpowiedź ze strony bankierów centralnych w USA i Wielkiej Brytanii. Trzecia z rzędu podwyżka stóp Fed o 75pb (jeden z najbardziej agresywnych cykli w amerykańskiej historii) jest w zasadzie przesądzona, a jastrzębie sygnały z FOMC zdają się być nakierowane na redukcję oczekiwań rynku na obniżki w 2023. Z powodu żałoby narodowej decyzja BoE została przesunięta na przyszły tydzień, ale tu także oczekiwane jest zdecydowane zacieśnienie polityki pieniężnej (+50pb). W takim otoczeniu para €/US\$ pozostaje blisko parytetu, chociaż jastrzębie sygnały z EBC wsparły nieco notowania €.
- Oprócz jastrzębiego zwrotu EBC wsparciem dla € jest także spadek cen gazu w Europie w reakcji na wysokie zapętnienie magazynów i zapowiedzi interwencji publicznej na poziomie UE. O ile jednak UE nie przedstawi wiarygodnego rozwiązania chroniącego Europę przed skutkami kryzysu energetycznego, a za deklaracjami EBC nie pójdą kolejne czyny, to obecny wzrost €/US\$ może okazać się przejściowy.
- Oceniamy, że w najbliższym czasie notowania €/US\$ nie oddalą się znacząco od parytetu. Wtorkowe dane inflacyjne z USA powinny potwierdzić, że amerykańska gospodarka ma szczyt inflacji, a wzrost inflacji bazowej wzmocni wiarygodność Fed, który kontynuuje zacieśnienie polityki pieniężnej wierząc w soft landing.

# Rynki walutowe – PLN blisko 4,70, ale raczej nie na długo.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

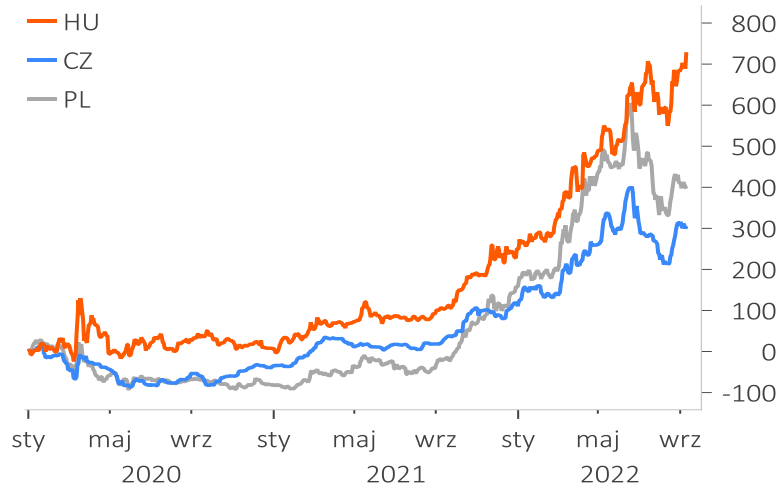


## €/PLN:

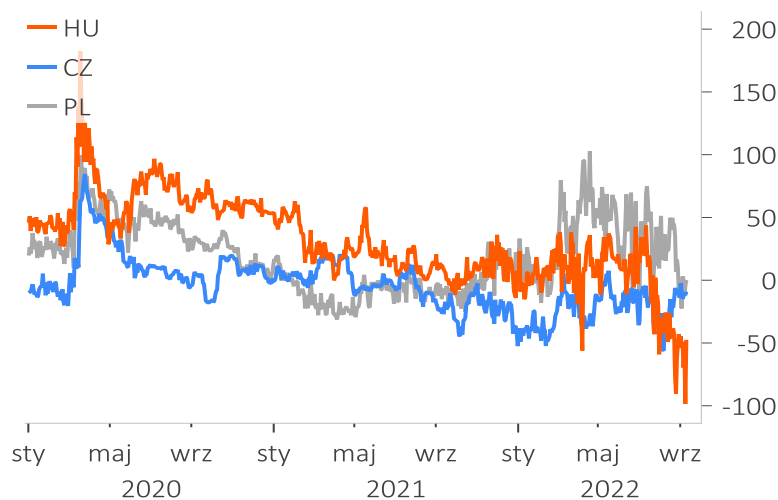
- W ciągu ostatniego tygodnia para €/PLN cofnęła się z 4,75 w pobliże 4,70 dzięki wzrostowi notowań €/US\$ i poprawie krajobrazu energetycznego w Europie (spadek cen gazu, zapowiedzi interwencji na europejskim rynku energii) oraz umocnieniu forinta (szanse na KPO). Ciągłe nie widać natomiast wsparcia PLN ze strony RPP. Gasnący cykl podwyżek stóp zdecydowanie nie sprzyja złotemu. Członkowie RPP nie wyrażają też zaniepokojenia słabością polskiej waluty.
- W tym tygodniu zachowanie złotego zdeterminuje kierunek ruchu na €/US\$. Chwilowo słabnący dolar daje szanse na mocniejszego PLN, ale powinno to być widoczne bardziej w kursie \$/PLN niż €/PLN. Impuls do umocnienia walut EM przyszedł też z rynku surowców gdzie zapowiedź hojnych programów energetycznych wspiera korektę wycen. W dalszej części miesiąca obawiamy się jednak ponownej presji na waluty CEE, szczególnie PLN.
- Perspektywę 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 jesienią ponownie się nasili. Powinno to wymusić dalsze zacieśnienie polityki Rady. Ważnym czynnikiem pozostaje rozwój sytuacji w Ukrainie oraz odpowiedź UE na kryzys energetyczny w Europie. W 4kw22 kurs €/PLN powinien znaleźć się w szerokim trendzie bocznym, niestety nadal z ryzykiem po wyższej stronie.

# Rynek długu: spadek oczekiwań na podwyżki pomimo odwrotnej tendencji na rynkach zagranicznych.

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



## Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Ubiegłotygodniowa podwyżka o 75pb, jastrzębia konferencja ECB oraz dyskusje o zacieśnieniu ilościowym (QT) napędziły oczekiwania na dalsze zacieśnianie monetarne w Europie. Wywołało to falę wyprzedaży europejskiego długu. Spadek cen gazu oraz postępy na froncie ukraińskim zahamowały te wzrosty na początku tygodnia. Wciąż zakładamy, że rentowności mogą dalej rosnąć a krzywa odwracać. Wycenom U.S. Treasuries ciężą oczekiwania na zdecydowanej podwyżki stóp Fed, w tym tygodniu inflacja.
- Po wrześniowej (11 z rzędu) podwyżce stóp NBP o 25pb popłynęła fala komunikatów z RPP o gotowości do zakończenia cyklu (Glapiński, Wnorowski, Dąbrowski, Kochalski). Za dalszymi podwyżkami opowiada się jastrzębie skrzydło Rady (Kotecki, Tyrowicz), które jest w mniejszości.
- Rentowności polskiego długu opierały się wzrostom na rynkach bazowych. Rynek wycenia mniej podwyżek w 22 oraz coraz mocniej obniżki w 2023 roku. Jest to możliwe jeżeli założymy, że cel NBP de facto to „soft landing” i spadek inflacji, który różni się od celu de jure tj. CPI na 2,5%/r. Inwestorzy zakładają, że cykl podwyżek w Polsce zaczął się wcześniej niż na rynkach bazowych, więc może się również skończyć wcześniej, i gnorując zagrożenia inflacyjne oraz fakt, że Polska prowadzi ekspansywną politykę fiskalną w 2022/23. Scenariusz rychłego zakończenia podwyżek opiera się na scenariuszu inflacyjnym na najbliższe miesiące. W naszej ocenie nadal dominują ryzyka w górę, a tegoroczny szczyt inflacji CPI jest jeszcze przed nami. W szczególności ryzykiem jest dalszy wzrost cen opału, ciepła i żywności.
- W krótkim terminie możliwa jest stabilizacja cen krajowych papierów, jednak w średnim terminie oczekujemy ich spadku z uwagi na ryzyka inflacyjne oraz ekspansją fiskalną.

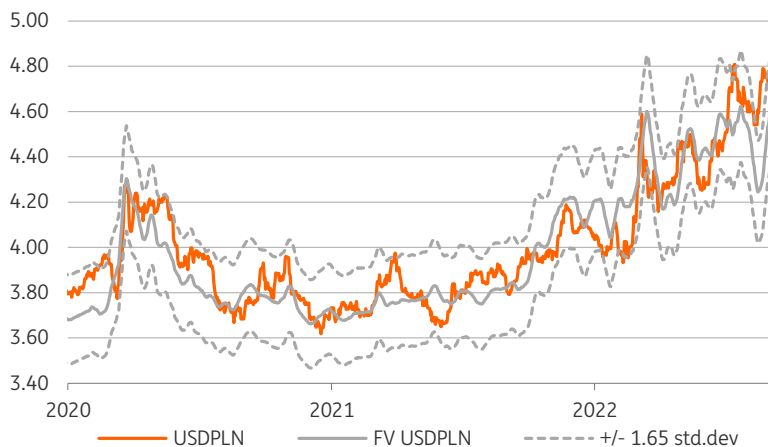
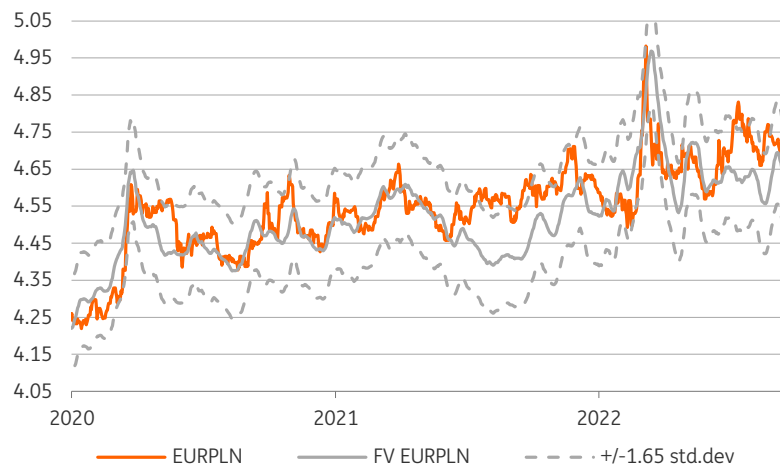
# Prognozy walutowe.

## 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](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto: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.