

Tygodnik ING

Tydzień banków centralnych: podwyżki stóp Fed, Banku Anglii i innych.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

19 września 2022



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



W skrócie.

- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem z punktu widzenia rynków będzie prawdopodobnie posiedzenie i środowa decyzja amerykańskiego Banku Rezerwy Federalnej (Fed). Spodziewamy się, że FOMC zdecyduje się podnieść stopy o kolejne 75pb po raz trzeci z rzędu. Tyle zakłada też konsensus. Stawki rynku pieniężnego wyceniają nawet pewne szanse (20%) na 100pb podwyżki.
- Inflacja w USA pozostaje uporczywie wysoka, co pokazało ostatnie zaskoczenie danymi za sierpień. Wzrost cen rozlewa się też na szereg kategorii, co uwidocznił kolejny wzrost inflacji bazowej. Dlatego nie wykluczamy, że na kolejnych posiedzeniach (listopad i grudzień) Fed może zdecydować się na bardziej agresywne podwyżki stóp niż zakładaliśmy dotychczas (odpowiednio 50 i 25pb). W konsekwencji w zależności od zaprezentowanej retoryki Fed możemy zdecydować się na podniesienie oczekiwanego docelowego poziomu stóp Fed z 3,75-4% na 4,25-4,5%.
- W czwartek odbędzie się z kolei posiedzenie Banku Anglii. Także w tym przypadku spodziewamy się wzrostu stóp. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny jest podwyżka o 50pb. Jednak szanse na 75pb są również wysokie i kilku bankierów centralnych prawdopodobnie opowie się za taką opcją. Naszym zdaniem mniej agresywną podwyżkę stóp uzasadnia m.in. wprowadzony przez rząd limit cen energii. Drastycznie obniży on krótkoterminowy wskaźnik CPI, zmniejszając obawy o zakotwiczenie się oczekiwań inflacyjnych konsumentów na podwyższonym poziomie.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
20 IX	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	VIII	9,8%	9,7%	7,6%
			Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	VIII	2,4%	2,4%	2,2%
			Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	VIII	13,5%	13,9%	15,8%
21 IX	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	VIII	3,0%	3,0%	2,0%
	USA	20:00	Decyzja FOMC		+75pb	+75pb	+75pb
22 IX	CH	9:30	Decyzja Banku Szwajcarii		+75pb	+75pb	+50pb
	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		+50pb	+50pb	+50pb
23 IX	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	IX	49,3pkt.	48,8pkt.	49,6pkt.
			PMI – usługi	IX	49,5pkt.	49,1pkt.	49,8pkt.
	USA	15:45	PMI – przetwórstwo przemysłowe	IX	51,0pkt.	51,3pkt.	51,5pkt.
			PMI – usługi	IX	46,0pkt.	44,8pkt.	43,7pkt.

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

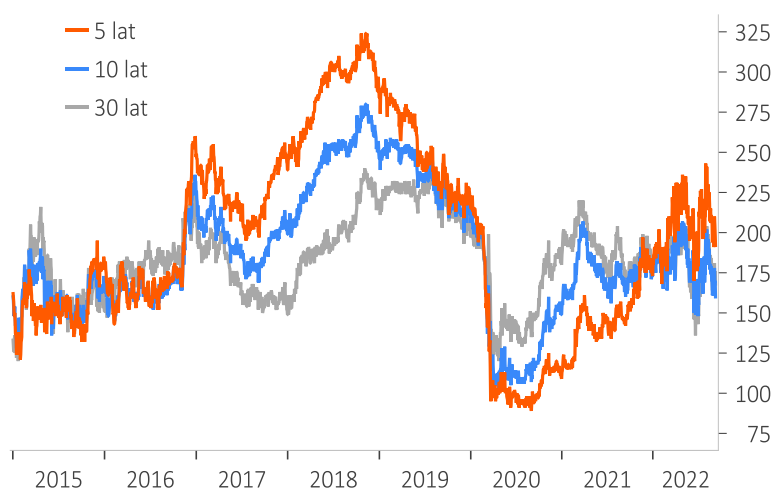
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

- Na rynkach bazowych mamy swego rodzaju „wyścig na podwyżki stóp procentowych”. Po krótkiej korekcie do 1,02 wysoki odczyt inflacji w USA szybko sprowadził €/US\$ z powrotem w okolice parytetu.
- W tym tygodniu punktem uwagi jest trzecia z rzędu podwyżka stóp Fed. Wzrost o 75pb jest w zasadzie przesądzony (jeden z najbardziej agresywnych cykli w amerykańskiej historii). Wzrosły też znacząco oczekiwania co do skali kolejnych podwyżek (75 bp i 50bp w listopadzie i grudniu). W takim otoczeniu para €/US\$ pozostanie blisko parytetu z ryzykiem po niższej stronie.
- Oprócz jastrzębiego zwrotu EBC wsparciem dla € jest także spadek cen gazu w Europie w reakcji na wysokie zapełnienie magazynów i zapowiedzi interwencji publicznej na poziomie UE jednak może się to okazać zbyt mało by powstrzymać rajd dolara.
- Oczekujemy, że w najbliższym czasie notowania €/US\$ będą dryfować w okolicy parytetu choć niewykluczone jest też dalsze umocnienie dolara. Dane inflacyjne z USA potwierdziły jej uporczywy i długoterminowy charakter wzmacniając oczekiwania na dalsze silne zacieśnianie polityki monetarnej Fed aż do czasu wyraźnego spadku inflacji. Fed przy każdym komunikacie podkreśla swoją determinację w zepchnięciu inflacji do celu inflacyjnego nawet kosztem recesji i okresowego wzrostu bezrobocia. Scenariusz Volkera staje się coraz bardziej prawdopodobny.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

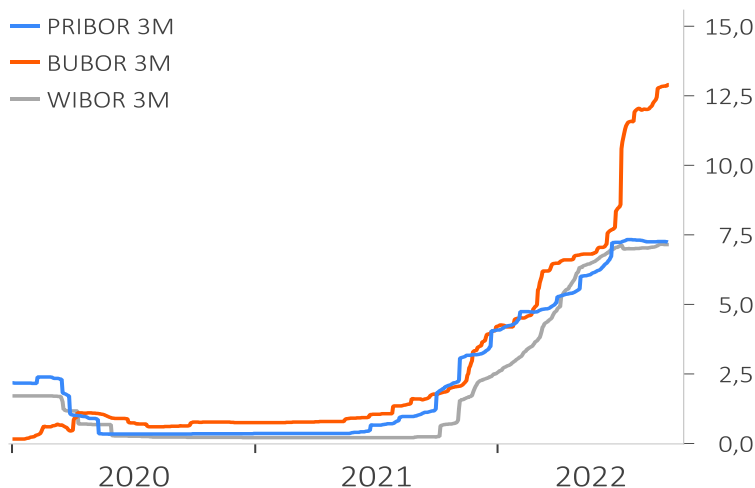


Rynki walutowe – PLN blisko 4,70, ale raczej nie na długo.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

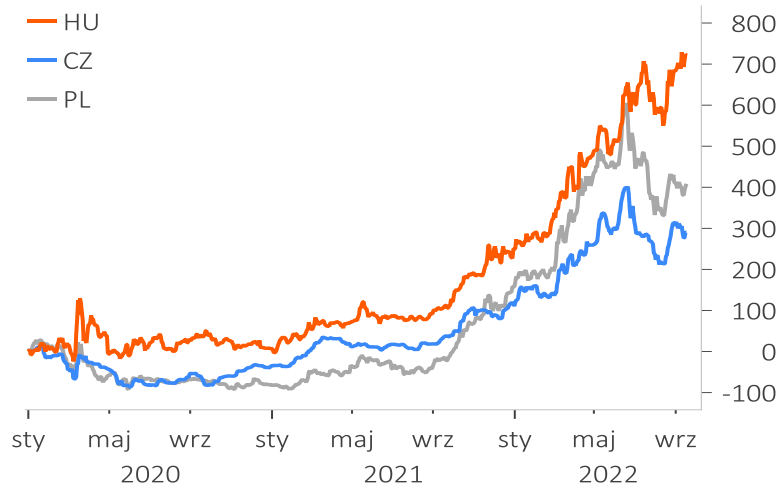


€/PLN:

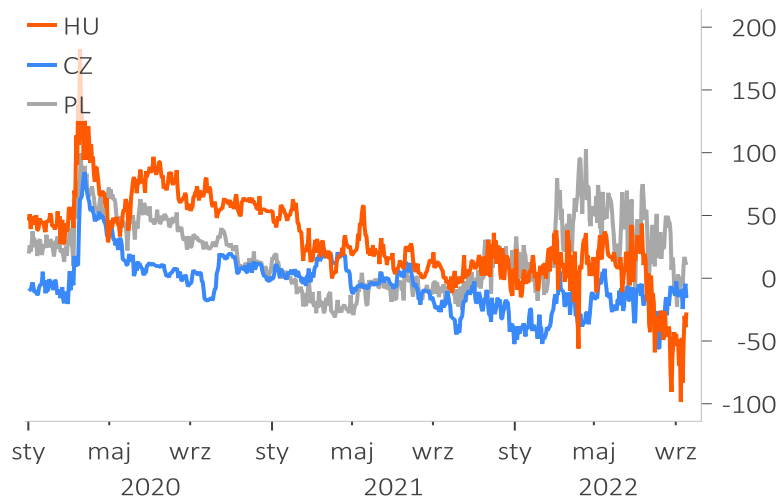
- W poprzednim tygodniu €/PLN poruszał się w wąskim zakresie 4,71 - 4,73. Spadający €/US\$ dał impuls do osłabienia ale skompensowało się ono w kursie \$/PLN. Złotego wspiera poprawa krajobrazu energetycznego w Europie (spadek cen gazu, zapowiedzi interwencji na europejskim rynku energii). Ciągłe nie widać natomiast wsparcia PLN ze strony RPP. Gasnący cykl podwyżek stóp zdecydowanie nie sprzyja złotemu. Dopóki jednak złoty pozostaje w trendzie bocznym nie ma co liczyć na głosy zaniepokojenia słabością polskiej waluty ze strony RPP.
- W tym tygodniu zachowanie złotego zdeterminuje kierunek ruchu na €/US\$. Punktem uwagi pozostaje decyzja Fed i komunikacja dalszej ścieżki stóp procentowych w USA. Prawdopodobne wydaje się dalsze utrzymanie silnie jastrzębiego podejścia co może popchnąć €/US\$ w kierunku nowych dołków. Obawiamy się więc ponownej presji na waluty CEE, szczególnie PLN.
- 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 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 publikacja danych o inflacji w USA mocno zaskoczyła rynek. Wywołało to falę wyprzedzaży amerykańskiego i europejskiego długu. Na całej amerykańskiej krzywej zobaczyliśmy najwyższe wieloletnie odczyty rentowności.
- Oczekujemy że rentowności mogą dalej rosnąć a krzywa pogłębiać odwrócenie. Wycenom U.S. Treasuries ciężyc będą oczekiwania na kontynuację zdecydowanej jastrzębiej polityki Fed. Z drugiej strony ECB nie będzie chciało pozostawiać w tyle co przekładać się będzie negatywnie na wyceny obligacji europejskich.
- Rentowności polskiego długu opierały się wzrostom na rynkach bazowych. Punktem zwrotnym okazała się decyzja rządu o podwyżce płacy minimalnej o 18 %. Pomimo wzrostu rentowności polski dług nadal wyraźnie odstaje od trendu na rynkach bazowych.
- Rynek zdaje się ignorować zagrożenia inflacyjne oraz fakt, że populistyczny rząd prowadzi silnie ekspansywną politykę fiskalnq. Biorąc pod uwagę że finalnie policy-mix jest zaledwie lekko restrykcyjna w naszej ocenie istnieje znaczne ryzyko wzrostu rentowności, zwłaszcza na długim końcu krzywej.
- W krótkim terminie możliwa jest stabilizacja cen krajowych papierów jednak w średnim okresie zapowiedzi szerokiej interwencji fiskalnej rządu, a także kalendarz wyborczy sugerujący duże ryzyko znacznej ekspansji fiskalnej w 2023 muszą znaleźć odzwierciedlenie w wycenie polskich papierów skarbowych.

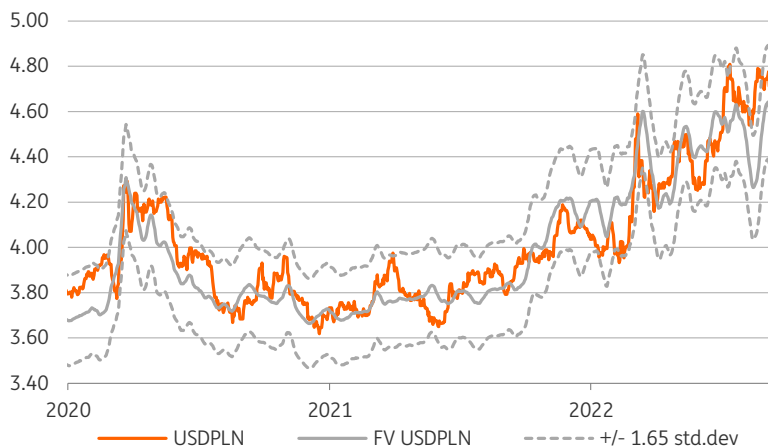
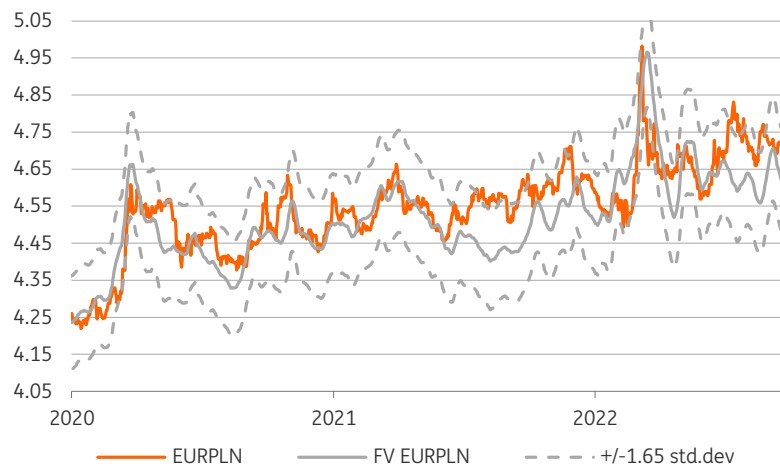
Prognozy walutowe.

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.