

Tygodnik ING

Waluty CEE nadal pod presją. W tym tygodniu decyzja RPP. Obawy o stabilność finansową mogą spowolnić zacieśnienie polityki pieniężnej w Europie.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

3 października 2022



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



W skrócie.

- W tym tygodniu uwagę rynków powinny skupić dane z USA, m.in. badania koniunktury ISM oraz payrolls. Spodziewamy się zaskoczeń lekko po niższej stronie. Sugeruje to powrót €/US\$ w pobliże parytetu (0,99-0,9950). O większy ruch może być jednak trudno. Dolara niezmiennie wspierają obawy o konsekwencje rosyjskich działań, czy skalę energetycznego szoku w europejskiej gospodarce zimą.
- Nerwowe zachowanie i osłabienie walut CEE nawet przy rosnącym €/US\$ z ubiegłego tygodnia może być początkiem kolejnej fali przeceny. Ryzyko, że obserwowane w poniedziałek odreagowanie / umocnienie walut naszego regionu będzie tymczasowe jest w naszej ocenie duże. Czynniki geopolityczne, np. groźba użycia broni nuklearnej na Ukrainie, prawdopodobnie pozostaną kluczowe dla zachowania złotego i innych walut CEE także w tym tygodniu. Nie pomagają także sygnały z lokalnych banków centralnych.
- Wydarzeniem tygodnia w kraju będzie środowa decyzja RPP oraz konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. W kontekście dalszego znaczącego wzrostu inflacji (więcej na ten temat poniżej) RPP będzie zapewne zmuszona do kontynuacji cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp o 25pb i wzrostu stopy referencyjnej do 7%. Biorąc pod uwagę jak rozpędzoną inflację (w tym bazową), wejście głównych banków centralnych w okres zdecydowanych podwyżek stóp procentowych oraz presję na osłabienie PLN, prezes Glapiński raczej powściągliwie powinien wypowiadać się w kwestii gotowości zakończenia cyklu podwyżek i/lub ewentualnych obniżek w 2023.
- Ogromna skala przeceny krajowego krótkiego końca w ubiegłym tygodniu pokazuje, że rynek przestał wierzyć w zakończenie cyklu podwyżek w Polsce. I to wydarzyło się jeszcze przed danymi o inflacji z kraju. Można zakładać, że stał za tym wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w Europie, jakie widzieliśmy przez ostatnie dwa tygodnie, będący reakcją na wcześniejszą decyzję Fed i zapowiedź niezmiennych stóp w USA, w 2024. Wysoka inflacja z Polski wspiera nasze oczekiwania zakładające, że nie będzie stabilizacji inflacji po wakacjach oraz to iż RPP będzie zmuszona zakończyć cykl później niż zakłada (raczej 7,5% niż 7% jak przewiduje konsensus).

Kalendarz makroekonomiczny

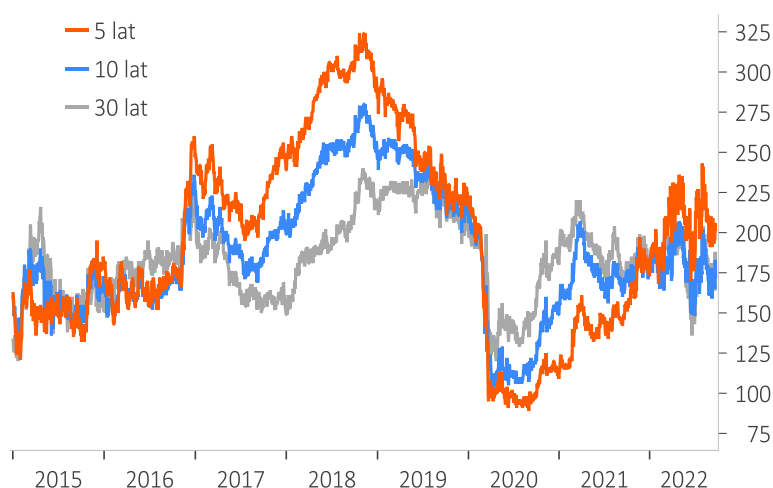
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 X	USA	14:15	Zatr. w sektorze prywatnym (ADP)	IX	250tys.	200tys.	132tys.6
	Polska	-	Decyzja RPP		+25pb	+25pb	+25pb
6 X	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	VIII	-0,5%	-0,7%	-1,1%
7 X	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	VIII	0,5%	-0,5%	-0,3%
	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	IX	220tys.	250tys.	315tys.
			Bezrobocie	IX	3,7%	3,7%	3,7%
			Wynagrodzenia m/m	IX	-	0,3%	0,3%

Rynki walutowe – Dalsza korekta na €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

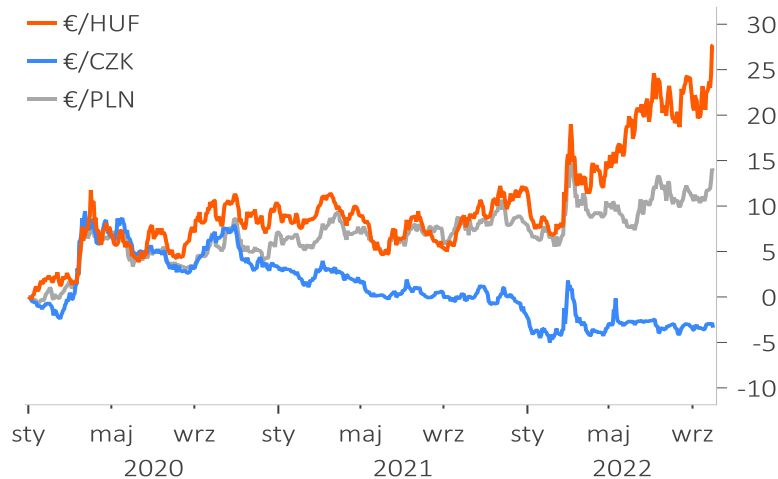


€/US\$:

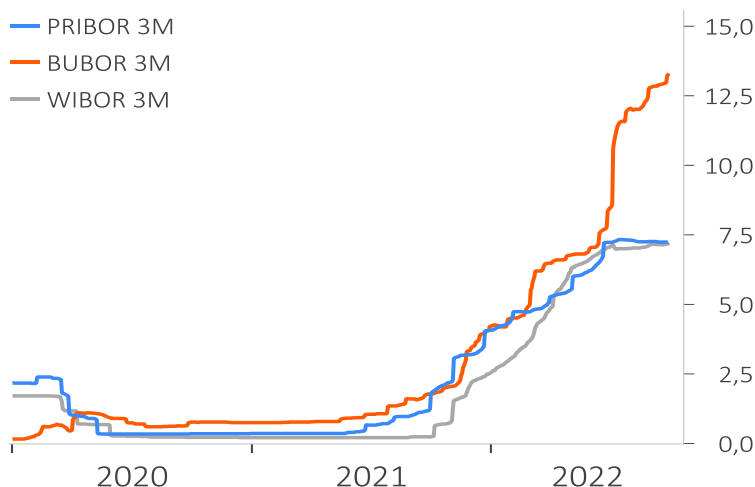
- Ubiegły tydzień rozpoczął się dalszym umocnieniem dolara wobec euro. Powody nie zmieniły się – Fed wykazuje większą determinację do podwyżek niż banki w Europie, dodatkowo inwestorzy boją się eskalacji konfliktu między Rosją, a Ukrainą i Zachodem. Napięcia tylko wzrosły po prawdopodobnym sabotażu obu gazociągów Nord Stream. Kurs €/US\$ nie był jednak w stanie przełamać kluczowego wsparcia 0,95 i w drugiej połowie tygodnia wrócił do 0,98.
- W tym tygodniu uwagę rynków powinny skupić dane z USA, m.in. piątkowe payrolls. Spodziewamy się zaskoczeń lekko po niższej stronie (więcej w wiadomościach zagranicznych). Sugeruje to powrót €/US\$ w pobliże parytetu (0,99-0,9950). O większy ruch może być jednak trudno. Dolara niezmiennie wspierają obawy o konsekwencje rosyjskich działań, czy skalę energetycznego szoku w europejskiej gospodarce zimą. Kolejne doniesienia o eskalacji konfliktu na Ukrainie mogą dość szybko sprowadzić parę znów do 0,95. Interwencje kluczowych banków centralnych w obronie swoich walut zwiększają jednak szanse, że poziom ten się wybroni.
- Osłabienie dolara z ubiegłego tygodnia i potencjalnie także w tym traktujemy jednak jako korektę. Czynniki geopolityczne sugerują dalsze umocnienie bezpiecznego US\$. Dodatkowo dysparytet stóp Fed i EBC także działa cały czas na korzyść dolara, bo rynek zdaje się bardziej wierzyć w zdolność działania Fed niż EBC. Projekcje Fed, szczególnie dość odległa perspektywa obniżek stóp względem obecnych wycen rynkowych, sugerują utrzymanie niskiego kursu €/US\$ na dłużej. Para może nie być w stanie wyłamać się istotnie powyżej parytetu do końca roku.

Rynki walutowe – Umocnienie PLN raczej nietrwałe.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

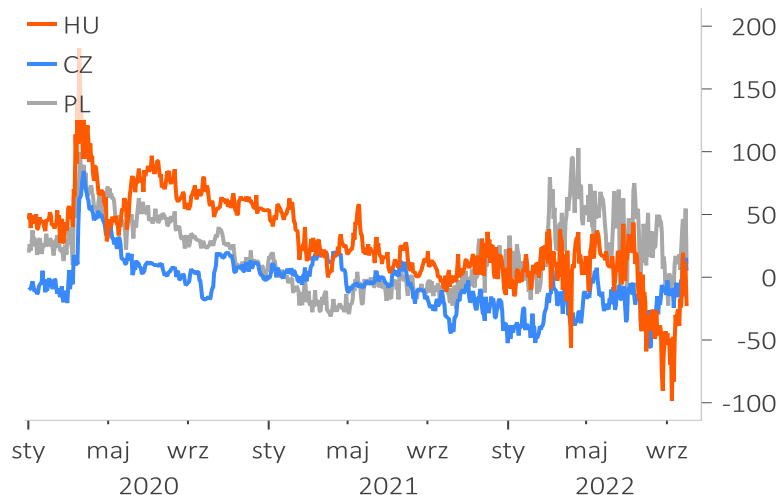
- Presja na złotego i inne waluty CEE utrzymała się jednak cały tydzień. Kurs €/PLN rozpoczął tydzień przy 4,74, a zakończył w pobliżu 4,86. Rynek praktycznie nie zareagował na krajowe dane o inflacji. To prawdopodobnie nadal efekt obaw przed eskalacją rosyjskich działań. Inwestorzy potraktowali doniesienia o Nord Stream jako groźbę ze strony Rosji wobec Zachodu wobec postępów militarnych Ukrainy. Presja na osłabienie walut regionu utrzymała się nawet gdy €/US\$ wszedł w wyraźną korektę wzrostową.
- Osłabienie walut CEE z ubiegłego tygodnia może być początkiem kolejnej fali przeceny. Czynniki geopolityczne, np. groźba użycia broni nuklearnej na Ukrainie, prawdopodobnie pozostaną kluczowe dla zachowania złotego. Nie pomagają także sygnały z lokalnych banków centralnych, które już ogłosiły koniec swoich cykli podwyżek stóp (Czechy, Węgry), lub że stanie się to w niedługiej przyszłości (Polska). Podwyżka NBP o 25pb w tym tygodniu to za mało, aby trwale złotego wzmocnić. Dlatego ryzyko, że €/PLN może wrócić ponad 4,90 w październiku jest duże.
- Na razie nie widać czynników, które mogłyby wywołać umocnienie złotego w najbliższych tygodniach. Widzimy duże ryzyko, że do końca roku para nie wróci poniżej 4,80. Tym niemniej pozycjonowanie przeciw złotemu jest bardzo mocne i nie da się wykluczyć silnych korekt, np. jak obserwowaliśmy w wakacje, gdy napięcia geopolityczne osłabły, a €/US\$ wyhamował spadek. Jednak dopiero większe osłabienie dolara dałoby prawdopodobnie szanse na istotniejszą i trwalszą korektę na €/PLN, a to może nie zdążyć się przed końcem roku.

Rynek długu: SPW mogą pozostać pod presją.

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

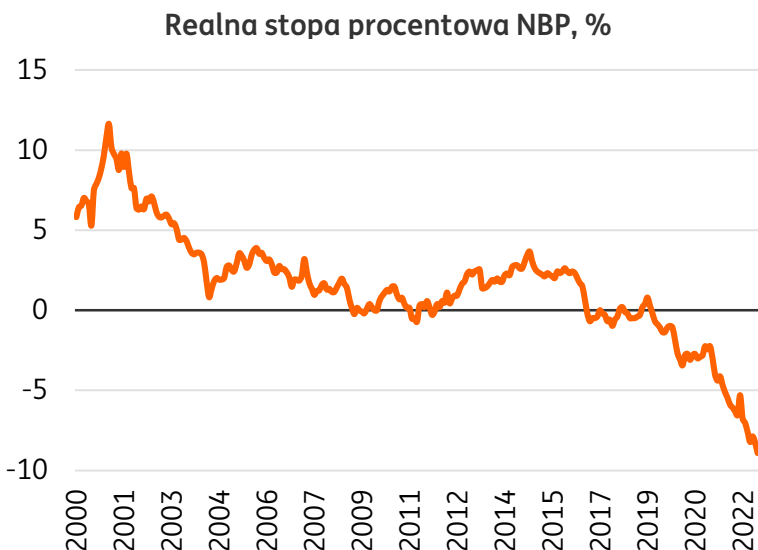
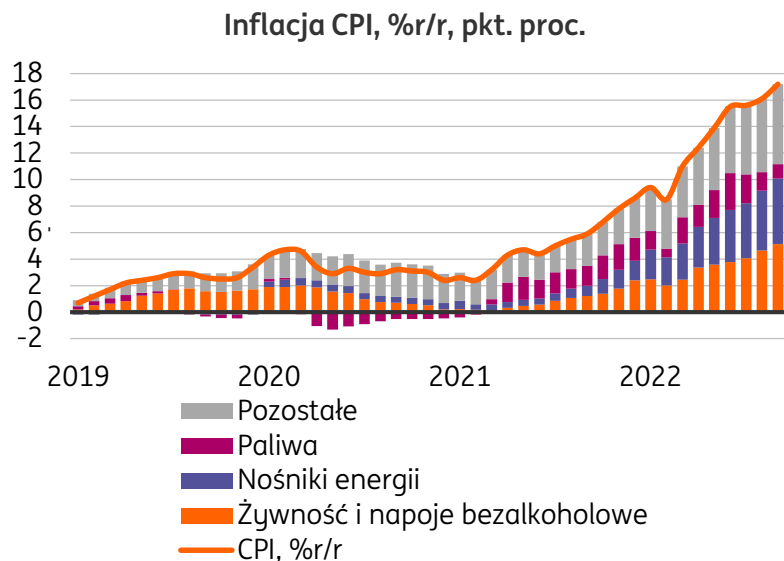


Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Na bazowych rynkach długu ubiegły tydzień przyniósł stabilizację po kilku tygodniach wzrostów rentowności. W skali tygodnia rentowność krótkich papierów w USD spadła o 5pb, w przypadku niemieckich ponad 10pb. Na długim końcu niewielkie wzrosty rentowności. To m.in. reakcja na wydarzenia w UK. Zapowiedź wysokich wydatków na konsumentów energii spowodowała wyprzedaż długu, w reakcji Bank Anglii wznowił skupu długu. Możliwe, iż obawy o stabilność finansową mogą spowodować zacieśnienie polityki pieniężnej w Europie. W kraju trwała jednak przecena. Stoją za nią prawdopodobnie geopolityka i obawy przed dalszym wzrostem inflacji. 2 i 10latki osłabiły się o 70pb.
- Przecena dwulatek w PLN pokazuje, że rynek przestał wierzyć w zakończenie cyklu podwyżek w Polsce. I to wydarzyło się jeszcze przed danymi o inflacji z kraju. Można zakładać, że stał za tym wzrost oczekiwań na podwyżki stóp w Europie, jakie widzieliśmy przez ostatnie dwa tygodnie, będący reakcją na wcześniejszą decyzję Fed i zapowiedź niezmiennych stóp w USA, w 2024. Wysoka inflacja z Polski ugruntowuje te oczekiwania, chociaż 70pb przeceny na krótkim końcu to dużo jak na zapowiedź końca cyklu NBP.
- Długie SPW mogą pozostać pod presją. Inwestorzy obawiają się, że poluzowanie fiskalne w kraju i zbyt małe zacieśnienie polityki NBP nie pozwolą w kolejnych latach sprowadzić inflacji do celu. Ryzyka stromienia krzywej i dalszego wzrostu rentowności SPW dominują też w całym 4kw22. Ekspansywna polityka fiskalna rządu sugeruje, że mogą pojawić się oczekiwania na wznowienie cyklu podwyżek po wyborach parlamentarnych (tj. w 2024) wobec uporczywie wysokiej inflacji. Inwestorzy mogą też nieprzyjemnie zaskoczyć się skalą przyszlatorocznych emisji SPW.

Dalszy wzrost inflacji skłoni RPP do kolejnej podwyżki stóp.



- Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła we wrześniu do 17,2%r/r, osiągając najwyższy poziom od 25 lat. Wrzesień przyniósł kolejną falę podwyżek cen żywności, wzrost cen energii (droższy węgiel) oraz spadek paliw. Co jest niepokojące, wyraźnie zwiększyła się również inflacja bazowa, która we wrześniu wzrosła o ok. 1,4m/m, do 10,7%r/r.
- Nie zrealizowały się optymistyczne scenariusze zakładające szczyt inflacji latem i jej spadek w dalszej części roku. Spodziewamy się, że do końca 2022 będziemy mieli do czynienia z dalszym wzrostem inflacji. Biorąc pod uwagę (1) skalę szoku energetycznego, (2) głęboko ujemne realne stopy procentowe, (3) napięty rynek pracy (presja płacowa) oraz (4) ekspansywną politykę fiskalną, należy się spodziewać się, że inflacja będzie uporczywa, a jej trwały spadek na jednocyfrowe poziomy nastąpi dopiero w 2025.
- W świetle uporczywej i nadal rosnącej inflacji deklaracje RPP o gotowości zakończenia cyklu podwyżek stóp mogą okazać się przedwczesne. Spodziewamy się, że Rada podniesie w środę stopy procentowe o kolejne 25pb (główna do 7,00%).
- W czwartek o 15:00 będzie miała miejsce konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Biorąc pod uwagę rozpędzoną inflację (w tym bazową), duże przesunięcie w górę oczekiwanych stóp w krajach rozwiniętych oraz presję na osłabienie PLN, prezes Glapiński raczej powściągliwie powinien wypowiadać się w kwestii gotowości zakończenia cyklu podwyżek i/lub ewentualnych obniżek w 2023. Wprowadzie banki centralne w Czechach i na Węgrzech zakończyły cykle, ale duże osłabienie forinta pokazuje, że takie ogłoszenie może okazać się pochopne.

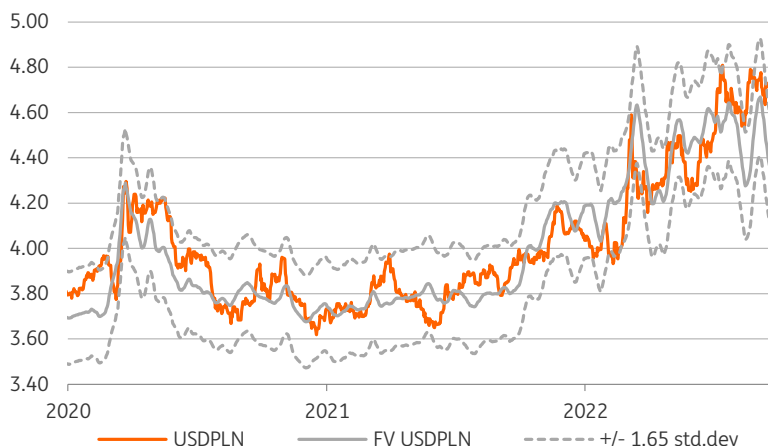
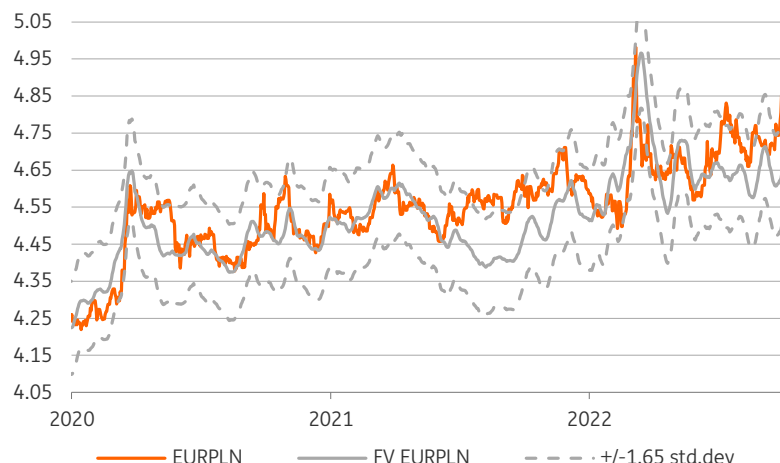
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23
US\$/PLN	4.88	4.85	4.80	4.75	4.71	4.66	4.61	4.51	4.46	4.41	4.36	4.31
€/PLN	4.86	4.85	4.83	4.82	4.80	4.78	4.76	4.74	4.71	4.69	4.66	4.64
CHF/PLN	4.71	4.62	4.58	4.54	4.50	4.45	4.41	4.37	4.32	4.27	4.23	4.19
GBP/PLN	5.79	5.84	5.81	5.78	5.75	5.71	5.68	5.64	5.60	5.56	5.51	5.48

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 i dolara osiągnęło gigantyczne poziomy. Pokazuje to jak silny jest wpływ napięć geopolitycznych na waluty CEE. Wysoki poziom stóp w kraju uzasadnia około 20 groszy niższy poziom €/PLN. Trudno jednak zakładać takie zmiany przy nieustępujących napięciach na rynkach wywoływanych przez działania Rosji.
- Również rentowności obligacji, zwłaszcza krótkich, są zbyt wysokie prawdopodobnie również m.in. z ww. powodów.



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.