

Tygodnik ING

Dane z USA wspierają dalsze podwyżki stóp Fed.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

10 października 2022



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



W skrócie.

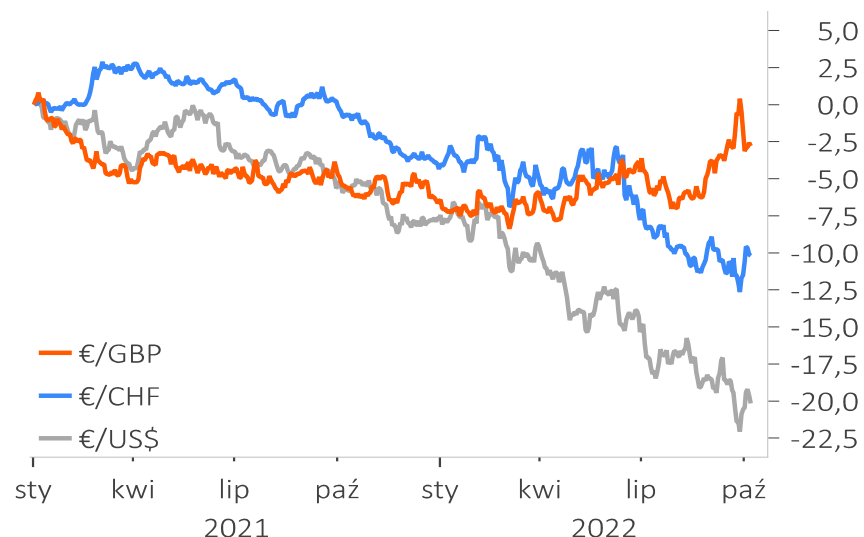
- Głównym wydarzeniem tygodnia dla uczestników rynku finansowego będzie wrześniowy odczyt amerykańskiej inflacji w czwartek, który prawdopodobnie wzmocni argumenty za kolejną podwyżką stóp procentowych Fed o 75pb. Planowane są również wystąpienia bankierów centralnych – przedstawicieli Fed i prezesów głównych banków w Europie.
- Tradycyjnie serię publikacji krajowych danych rozpoczynają dane dotyczące inflacji CPI i bilansu płatniczego. Oczekujemy, że GUS potwierdzi wstępny szacunek wrześniowej inflacji na poziomie 17,2%/r, a szczegóły dotyczące źródeł wzrostu cen pozwolą na dokładniejsze przybliżenie skali wzrostu inflacji bazowej, którą szacujemy obecnie na 10,7%/r. Spodziewamy się, że ponownie wzrost cen bazowych był dosyć szeroko rozlany, potwierdzając występowanie efektów wtórnych związanych z przerzucaniem wcześniejszych wzrostów cen energii i transportu na ceny finalne towarów i usług. Szacujemy, że deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego wyniósł w sierpniu €1573mln (konsensus: €1493mln), a w ujęciu dwunastomiesięcznym rozszerzył się do ok. 4,2% PKB. Prognozujemy wzrost eksportu towarów w € o 14,7%/r, przy wzroście importu o 16,3%/r. Podtrzymujemy oczekiwania, że do końca roku deficyt będzie się pogłębiał w okolice 5% PKB.
- Tydzień na rynkach powinien zacząć się spokojnie z uwagi na święto w USA w poniedziałek. W kolejnych dniach dominują jednak ryzyka na dalszy spadek €/US\$. Ostatnie dane z USA i wypowiedzi z Fed wspierają scenariusz zdecydowanych podwyżek stóp Fed, większych niż w przypadku EBC. Najprawdopodobniej w taki scenariusz wpiszą się też publikowane w tym tygodniu dane o inflacji z USA, która choć naszym zdaniem nie zaskoczy, to i tak będzie niekomfortowo wysoka z punktu widzenia Fed.

Kalendarz makroekonomiczny

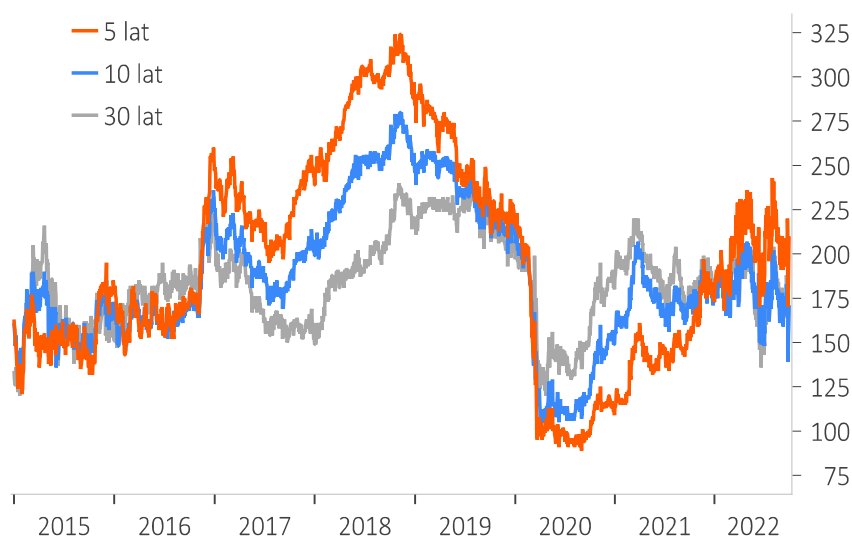
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 X	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	VIII	-1,3%	1,1%	-2,4%
	USA	14:30	Inflacja PPI r/r	IX	8,3%	8,4%	8,7%
		20:00	Minutes FOMC				
13 X	Niemcy	8:00	CPI r/r – ostateczne dane	IX	10,0%	10,0%	10,0%
	USA	14:30	CPI r/r	IX	8,1%	8,1%	8,3%
			Inflacja bazowa r/r	IX	6,5%	6,5%	6,3%
14 X	Polska	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	IX	17,2%	17,2%	17,2%
		14:00	Bilans obrotów bieżących	VIII	-€1573mln	-€1446mln	-€1735mln
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	IX	0,3%	0,2%	0,3%

Rynki walutowe – CPI z USA wsparciem dla spadku €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

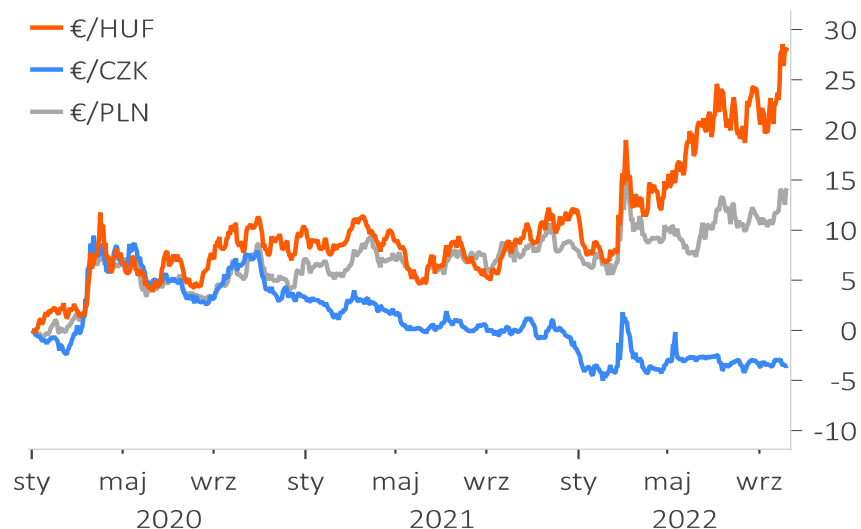


€/US\$:

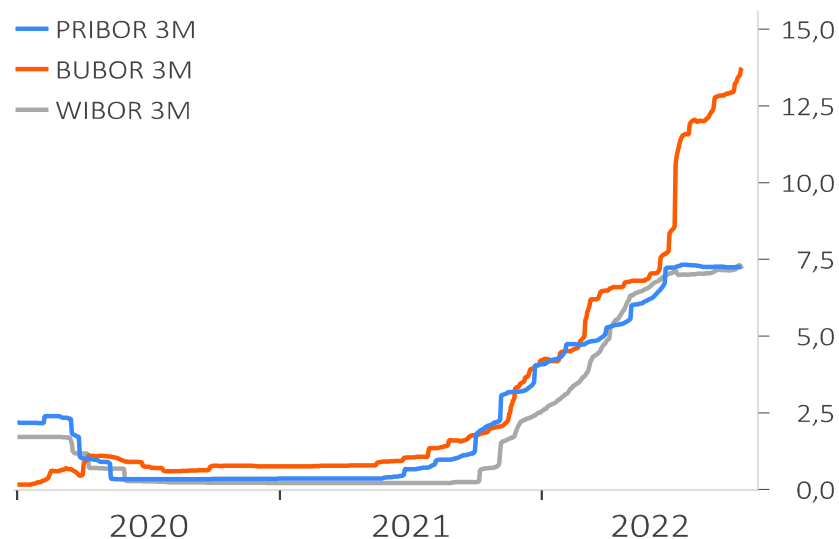
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy kolejną próbę powrotu €/US\$ ponad parytet. Większe osłabienie dolara uniemożliwiły jednak solidne dane z USA (w tym payrolls), jak i nieustępliwie jastrzębie komentarze członków Fed. W efekcie para dziś rano była handlowana poniżej 0,98.
- Tydzień na rynkach powinien zacząć się spokojnie z uwagi na święto w USA. W kolejnych dniach dominują jednak ryzyka na dalszy spadek €/US\$. Ostatnie dane z USA i wypowiedzi z Fed wspierają scenariusz zdecydowanych podwyżek stóp Fed, większych niż w przypadku EBC. Najprawdopodobniej wpiszą się w niego publikowane w tym tygodniu dane o inflacji z USA, która choć naszym zdaniem nie zaskoczy, to i tak będzie niekomfortowo wysoka z punktu widzenia Fed. Z kolej sukcesy ukraińskie na froncie podnoszą ryzyko jakiejś formy eskalacji napięć przez Rosję. Oznacza to, że w ciągu tygodnia-dwóch para €/US\$ ma duże szansę wrócić do ostatnich dołków, tj. 0,9550.
- W naszej ocenie para €/US\$ może na przełomie roku pogłębić spadki, zbliżając się do 0,90. Czynniki geopolityczne, szczególnie ryzyko odpowiedzi Rosji na sukcesy militarne Ukrainy, sugerują ponowne umocnienie dolara jako waluty bezpiecznej przystani i pogłębienie dołków na €/US\$. Dodatkowo dysparytet stóp Fed i EBC także działa cały czas na korzyść dolara, a płynąca z obydwu banków jastrzębia komunikacja pozostaje bez mian. Rynek zdaje się jednak 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.

Rynki walutowe – Próby powrotu €/PLN ponad 4,90.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2020 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

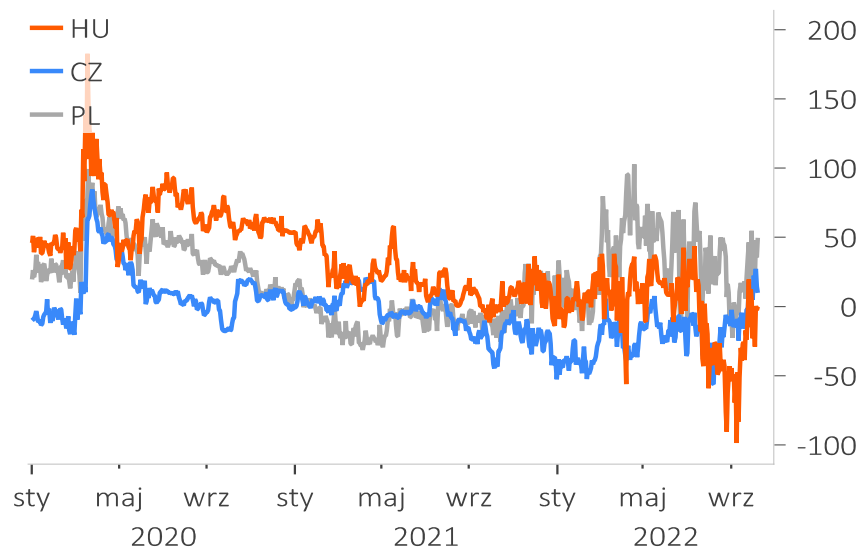
- Uwagę rynków zdominowało posiedzenie RPP. Rada nie podniosła stóp, chociaż rynek wycenił 25-50pb. A. Glapiński nie wprost stwierdził, że Rada akceptuje słabszego złotego (zacieśnienie polityk głównych banków centralnych jest dla niej argumentem za zakończeniem podwyżek stóp w kraju). Kurs €/PLN nie był jednak w stanie wybić się ponad 4,90. Może to być efektem dużego pozycjonowania przeciw PLN i działalności BGK w celu obrony waluty.
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób wyłamania €/PLN ponad 4,90. Perspektywy PLN pogorszyły ostatnia decyzja RPP i przekaz z Rady. Rynki odnotowały, że Rada de facto dopuszcza osłabienie PLN. Doświadczenia innych banków centralnych w regionie pokazują, że zapowiedź szybkiego końca cyklu podwyżek gdy główne banki centralne zapowiadają zdecydowane zacieśnienie, jest negatywnie odbierana przez inwestorów. Szanse na wybicie się ponad 4,90 są jednak bliskie 50%. Już obecnie pozycjonowanie przeciw złotemu jest duże, na co wskazuje wysoki koszt finansowania takich pozycji. Zachowanie krajowego rynku długu pokazuje też, że inwestorzy nie stracili wiary w kolejne podwyżki stóp.
- Zachowanie złotego w 4kw22 będzie wypadkową kierunku €/US\$, napięć geopolitycznych i polityki RPP. Pierwsze dwa z tych czynników mogą pozostać niekorzystne. Nie widać przesłanek za szybkim osłabieniem dolara, a przebieg wojny na Ukrainie podnosi ryzyko prób eskalacji napięć przez Rosję. Wsparciem dla PLN może okazać się jednak wznowienie cyklu podwyżek RPP w listopadzie. W połączeniu z dużym pozycjonowaniem przeciw złotemu, ma to szanse sprowadzić kurs €/PLN bliżej 4,85 na koniec roku.

Rynek długu: Dalsze stromienie krzywej SPW.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- W ubiegłym tygodniu rynkach długu obserwowaliśmy odbudowę oczekiwań na podwyżki stóp Fed i EBC. Pomogły m.in. solidne dane z USA. Od dołka rentowność amerykańskiej i niemieckiej 10latki podniosła się o ponad 30pb, a 2latki 40pb. Na krajowym rynku obserwowaliśmy stromienie krzywej. Długi koniec osłabił się w ślad za rynkami bazowymi (rentowność 10latki wzrosła o niecałe 40pb), a decyzja i przekaz po posiedzeniu RPP pomogły ustabilizować krótki koniec (rentowność 2latki spadła o 8pb).
- Publikowane w tym tygodniu dane, np. CPI z USA, będą naszym zdaniem wspierać scenariusz dalszych podwyżek stóp przez główne banki centralne. Nie spełniły się również obawy przed wyraźnym wyhamowaniem na amerykańskim rynku pracy. Bardzo mocny spadek stopy bezrobocia może wręcz zwiększyć obawy Fed o nasilenie presji płacowej. Dlatego od wtorku spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności na niemieckim i amerykańskim rynku, połączonego z dalszym odwracaniem się krzywej.
- Decyzja RPP, w połączeniu z niekorzystną sytuacją na rynkach bazowych powinny wspierać dalsze stromienie krzywej SPW. Na długim końcu spodziewamy się splotu niekorzystnych czynników, zarówno z zagranicy (osłabienie obligacji), jak i z kraju (np. za małą odpowiedź RPP na CPI).
- W dalszej perspektywie nadal widzimy szanse na stromienie krzywej. Presję na długie SPW będzie wywierać prawdopodobnie sytuacja na rynkach bazowych i potencjalnie wysoka skala potrzeb pożyczkowych w przyszłym roku. Mogą też pojawić się oczekiwania na wznowienie cyklu podwyżek w 2024. Krótki koniec powinny ustabilizować oczekiwania na bliski koniec podwyżek stóp NBP.

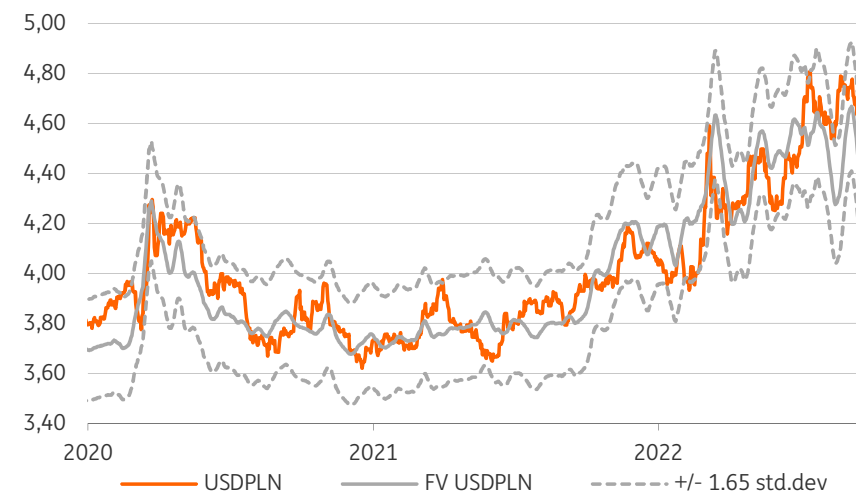
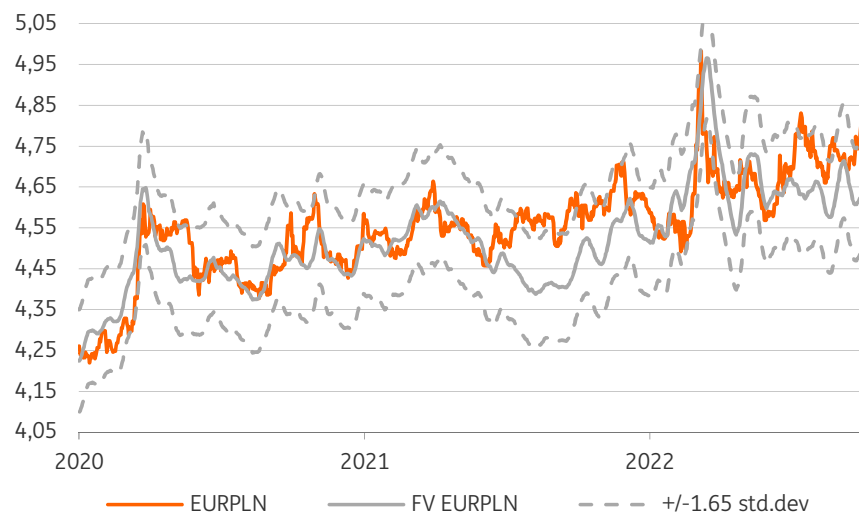
Prognozy walutowe.

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	5.36	5.33	5.27	5.21	5.26	5.19	5.11	4.99	4.93	4.87	4.76	4.70
€/PLN	4.98	4.90	4.88	4.86	4.84	4.81	4.77	4.74	4.71	4.69	4.66	4.64
CHF/PLN	5.31	5.27	5.25	5.24	5.22	5.19	5.16	5.12	5.10	5.08	5.05	5.03
GBP/PLN	5.49	5.33	5.32	5.32	5.32	5.30	5.28	5.27	5.26	5.25	5.24	5.23

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.