

# Tygodnik ING

Powrót do wzrostów rentowności na rynkach długu.  
CPI w Polsce może wkrótce przebić 4% r/r

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Karol Pogorzelski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

20 kwietnia 2021



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



# W skrócie

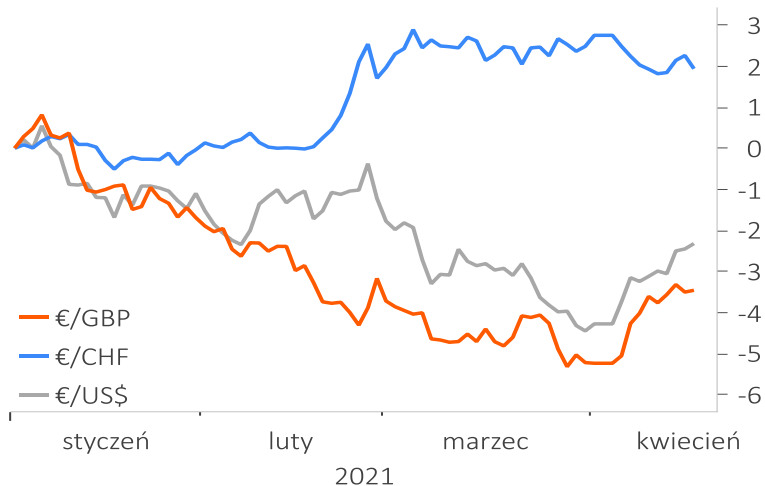
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ kontynuował wzrost, zatrzymując się dopiero przy istotnej strefie oporu 1,1980-1,2000, którą para na początku tego tygodnia przełamała. Słabszy dolar nie pomógł jednak złotemu. Kurs €/PLN bez problemu przebił się ponad opór na 4,55, ale dotychczas nie zaowocowało to wzrostem zmienności pary.
- Na rynkach bazowych obligacji nadal trwało umocnienie, przede wszystkim w przypadku Treasuries. To prawdopodobnie realizacja zysków, gdyż od tygodni dane z USA zaskakują prawie wyłącznie na plus. Na krajowym rynku długu także dalsze umocnienie, ale w większej skali. Rentowność 10latki obniżyła się o prawie 10pb. To przede wszystkim zasługa kolejnego agresywnego odkupu obligacji przez NBP.
- W tym tygodniu uwaga rynków prawdopodobnie skupi się na Europie. Nie spodziewamy się zaskoczeń podczas posiedzenia EBC, ale kluczowe będą dane o koniunkturze (PMI). W naszej ocenie może dojść do ich jedynie niewielkiego pogorszenia w przetwórstwie mimo trzeciej fali pandemii w Europie i związanych z nią obostrzeń. Lepszy odczyt powinniśmy za to zobaczyć dla usług. Szczepienia postępują, co wkrótce powinno przynieść stopniowe luzowanie obostrzeń. Dlatego w tym tygodniu prawdopodobny jest dalszy wzrost pary €/US\$ do 1,21. Osłabienie dolara powinno potrwać przez większą część roku.
- Lepsze od oczekiwań dane ze strefy euro powinny też pozwolić na stabilizację lub lekkie wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Wycenom w 2poł21 będą też ciężać duże podażę długu, szczególnie w USA. Ostatnie komentarze szefa Fed sugerują też, że skup aktywów w USA zakończy się na długo przed podwyżką stóp, a więc nawet w przyszłym roku. Rynki finansowe coraz bardziej powątpiewają także czy agresywne skupy ECB będą kontynuowane, w przededniu otwarcia gospodarek europejskich, które przyniesienie odbicie PKB i uzasadniony fundamentami wzrost rentowności papierów skarbowych.

## Kalendarz makroekonomiczny

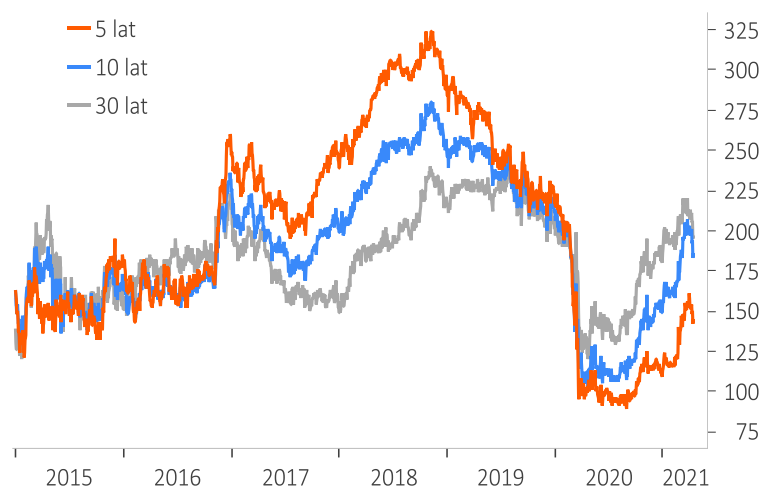
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 IV	Polska	10:00	Zatrudnienie r/r	III	-1,1%	-1,2%	-1,7%
			Wynagrodzenia r/r	III	5,3%	5,4%	4,5%
			Produkcja przemysłowa r/r	III	12,0%	12,6%	2,7%
22 IV	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	III	11,5%	9,7%	-3,1%
	Strefa euro	13:45	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
23 IV	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	IV	61,0pkt.	62,0pkt.	62,5pkt.
			PMI - usługi	IV	50,0pkt.	49,1pkt.	49,6pkt.

# Rynki walutowe – Korekta na €/US\$.

## Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



## Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

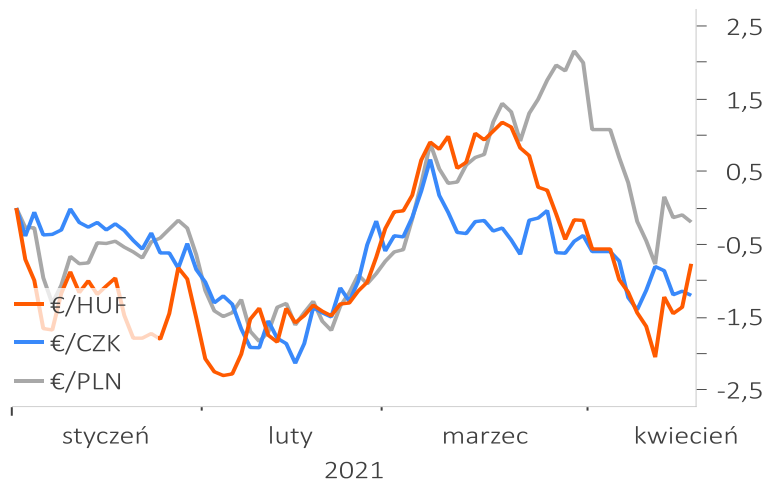


## €/US\$:

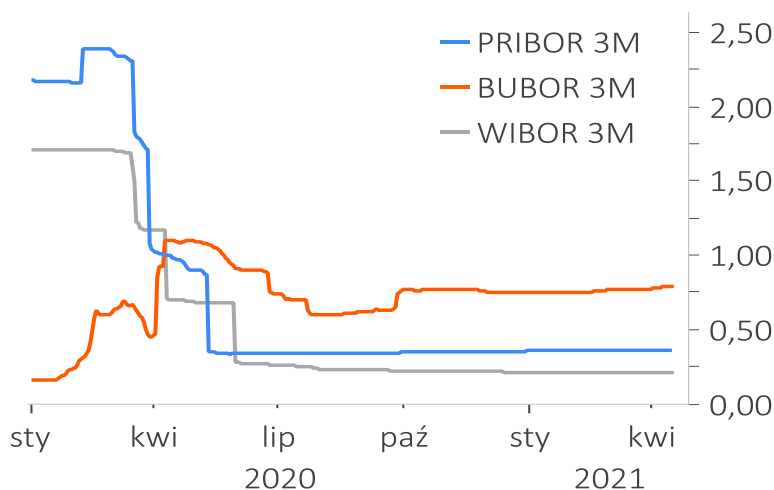
- W pierwszej połowie kwietnia dolar kontynuował osłabienie wobec euro, chociaż dane z amerykańskiej gospodarki zaskakiwały na ogół na plus. Uwaga rynków pozostaje skupiona na perspektywach odbicia koniunktury w Europie wraz z postępem szczepień.
- W tym tygodniu uwaga rynków prawdopodobnie skupi się na strefie euro. Nie spodziewamy się zaskoczeń podczas posiedzenia EBC, ale kluczowe będą dane o koniunkturze (PMI). W naszej ocenie może dojść do ich jedynie niewielkiego pogorszenia w przetwórstwie mimo trzeciej fali pandemii w Europie i związanych z nią obostrzeń. Dlatego w tym tygodniu prawdopodobny jest dalszy wzrost pary €/US\$ do 1,21.
- Osłabienie dolara powinno potrwać przez większą część roku. Perspektywa odbicia światowej koniunktury zwykle sprzyja odpływowi kapitałów z USA na rynki wschodzące. Nakłada się na to ryzyko pogłębienia się deficytu handlowego USA, czy odpływu kapitałów z amerykańskiej gospodarki z uwagi na zapowiadane podwyżki podatków. Dlatego pod koniec roku spodziewamy się €/US\$ w okolicach 1,25-27.
- W porównaniu z początkiem roku, w kwietniu obniżyliśmy ścieżkę €/US\$. Podkreślamy ryzyko, że Rezerwa Federalna może być zmuszona szybciej podnieść stopy procentowe niż wskazują jej projekcje. Już obecnie oczekiwana ścieżka inflacji niebezpiecznie daleko odbiega od celu Fed. Narastanie presji cenowej w Chinach może przełożyć się na nasilenie dynamiki cen, szczególnie gdyby towarzyszyły temu dalsze wzrosty cen surowców energetycznych, czy wzrost cen nieruchomości w USA.

# Rynki walutowe – €/PLN w trendzie bocznym.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

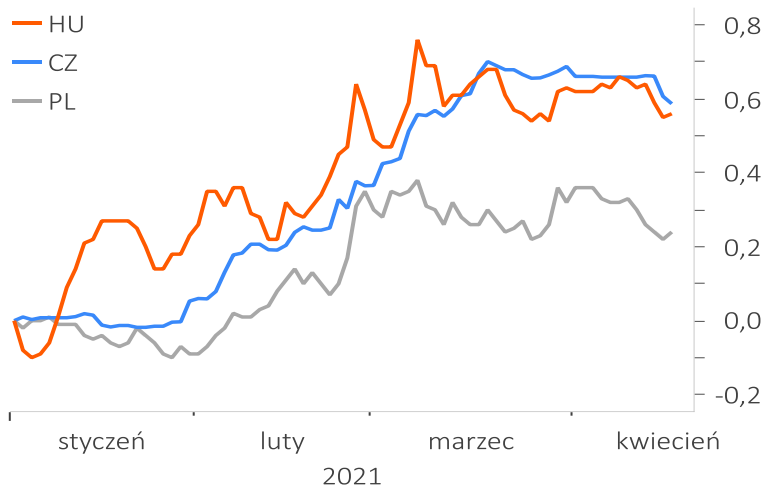


## €/PLN:

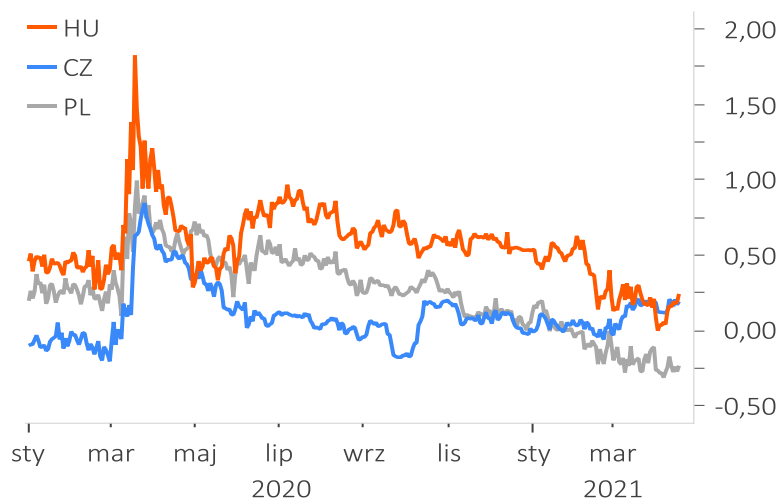
- W naszej ocenie w tym tygodniu kurs €/PLN utrzyma się ponad poziomem 4,50. Uważamy, że przynajmniej do końca miesiąca złotemu będzie ciążyć perspektywa orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości ws. kredytów frankowych (29 kwietnia). Europejski Trybunał Sprawiedliwości jest na ogół bardzo prokonsumencki. Nie można więc wykluczyć, że przed jego orzeczeniem znów pojawią się opcje służące zabezpieczeniu przed większym osłabieniem złotego. Rynek opcyjny mniej niż w marcu pozycjonuje się pod ewentualne zaskoczenia, co sugeruje, że kurs €/PLN nie będzie w stanie dotrzeć do poprzednich szczytów.
- Według naszych szacunków złoty praktycznie nie wycenia już ryzyka związanego z hipotecznymi kredytami walutowymi (por. wykresy na przedostatniej stronie). Stwarza to przestrzeń do ponownego osłabienia waluty pod koniec miesiąca.
- W naszej ocenie w 2pół21 złoty będzie jednak kontynuować umocnienie. Pod koniec roku para €/PLN powinna zbliżyć się do 4,40. Naszym zdaniem wsparcie procesu konwersji kredytów frankowych na PLN przez NBP wciąż jest realne (popyt na waluty zostałyby zaspokojony z rezerw NBP, a nie na rynku). Uważamy, że spadek związanej z tym niepewności powinien pozwolić na powrót pary do poziomów bardziej odpowiadających sytuacji fundamentalnej w kraju, np. nadwyżce handlowej. Powinno nałożyć się na to ogólne umocnienie walut naszego regionu, na ogół towarzyszące słabszemu dolarowi.

# Rynek długu – kompresja złotych asset swapów.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

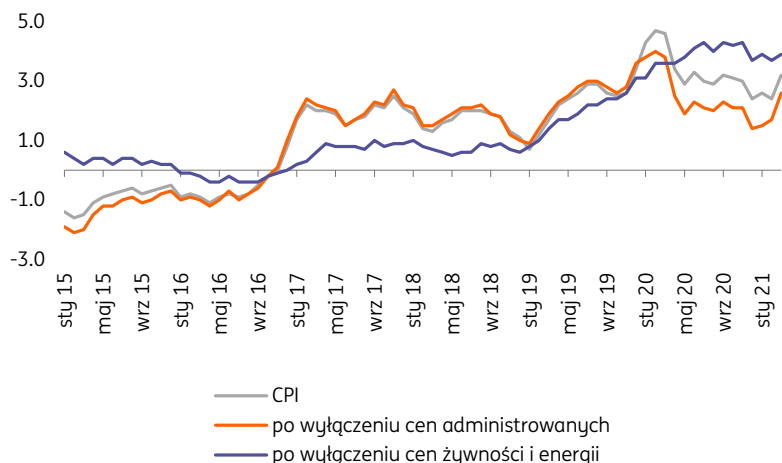


## POLGBs:

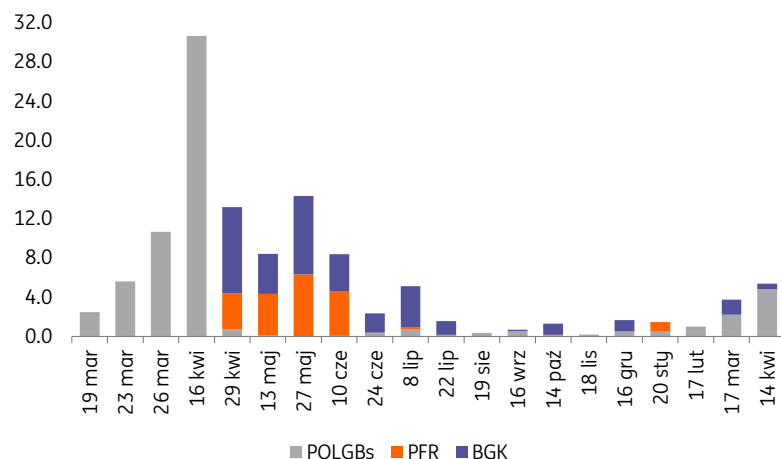
- Do końca kwietnia spodziewamy się dalszego zawężenia złotych asset swapów i spreadów wobec krzywej niemieckiej. NBP wydaje się zdeterminowany aby zatrzymać wzrost rentowności krajowych obligacji, nawet jeżeli równoległe będzie dochodzić do osłabienia na bazowych rynkach długu. Determinację banku centralnego można było już zaobserwować podczas ostatnich dwóch przetargów. NBP wprawdzie nie skupił papierów w ilości jaką zapowiadał, ale wynikało to z niewystarczającego zainteresowania sprzedających.
- Na rynku swapów spodziewamy się stromienia krzywej. Rynek wycenia podwyżki stóp procentowych praktycznie natychmiast po zmianie prezesa NBP, czyli już pod koniec przyszłego roku.
- Naszym zdaniem nie jest jednak przesądzone czy RPP w nowym składzie faktycznie podniesie stopy, mimo podwyższonej inflacji. Argumentem przeciw podwyżkom może być np. późne odbicie inwestycji, szczególnie prywatnych.
- Na długim końcu krzywej swapowej jest jednak nadal miejsce na wzrost. Historycznie instrumenty z tego segmentu reagowały bardziej na wzrost stawek swap, czy obligacji na rynkach bazowych niż czynniki krajowe. Naszym zdaniem wzrost rentowności w USA i EUR to prawdopodobny scenariusz na 2poł21. Przed nami duże podażę długu, szczególnie w USA. Ostatnie komentarze szefa Fed sugerują też, że skup aktywów w USA zakończy się na długo przed podwyżką stóp, a więc nawet w przyszłym roku.

# Inflacja w Polsce już 3,2%r/r, wkrótce może przebić 4%.

## Przebieg inflacji CPI na tle miar inflacji bazowej.



## Struktura zakupów obligacji przez NBP.



- Inflacja CPI w marcu to już 3,2%r/r wobec 2,4% w lutym. To m.in. efekt wzrostu cen paliw (+7,6%r/r), ale też usług (do 7,3%r/r z 7,0% w lutym), w tym telekomunikacyjnych i cen towarów (do 1,9%r/r z 1,1% w lutym).
- Wzrost cen konsumpcyjnych po wyłączeniu cen żywności i energii (inflacja bazowa) przyspieszył w marcu do 3,9%r/r z 3,7% w lutym. W ujęciu m/m wzrost inflacji bazowej sięgnął 0,5% i była to najwyższa zmiana względem lutego od 2001.
- Istotnie wyższy niż w lutym był wzrost CPI po wyłączeniu cen administrowanych (2,6%r/r wobec odpowiednio 1,7%r/r). Wskazuje to, że wyższe ceny to nie tylko skutki decyzji administracyjnych. Mamy też presję kosztową (szacujemy, że wzrost cen PPI w marcu przyspieszył do 3,5%r/r z 2,0% w lutym), do której dokłada się niekorzystna, bazująca w ostatnich latach na konsumpcji struktura wzrostu PKB z małym udziałem inwestycji prywatnych.
- Presję kosztową widać też w innych państwach, choćby w Chinach czy USA. Nasz model wskazuje, że rosnący PPI w Chinach z opóźnieniem ok. 3kw. powinniśmy zobaczyć w inflacji bazowej w Polsce. Postęp szczepień i stopniowe otwieranie gospodarki niebawem powinny wygenerować też silniejszą presję popytową w Polsce.
- Szacujemy, że wkrótce inflacja CPI w Polsce może przekroczyć 4,0%r/r, a jej podwyższony poziom (średnio 3,4%r/r) utrzyma się też w 2022. Uważamy, że nie zmieni to jednak łagodnego nastawienia większości RPP. Rada naszym zdaniem preferuje wspieranie programów rządowych i wzrostu PKB. Ostatnio dała temu wyraz zwiększając zakupy obligacji by przeciwdziałać rosnącym rentownościom. Ze zmianą stóp najprawdopodobniej będziemy musieli poczekać do końca kadencji RPP w połowie 2022.

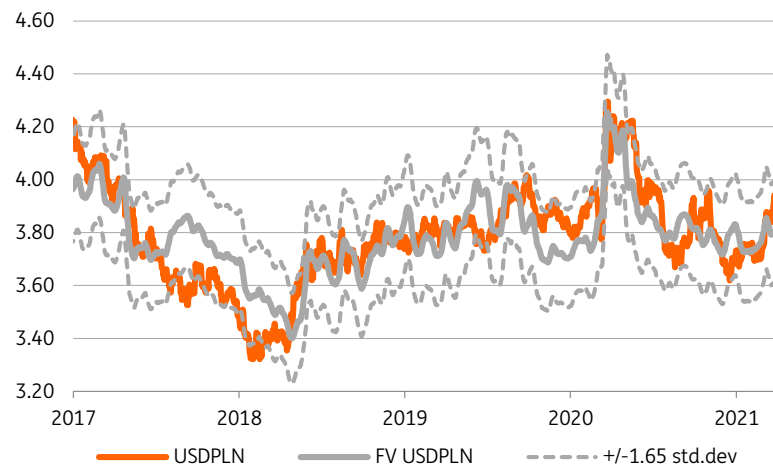
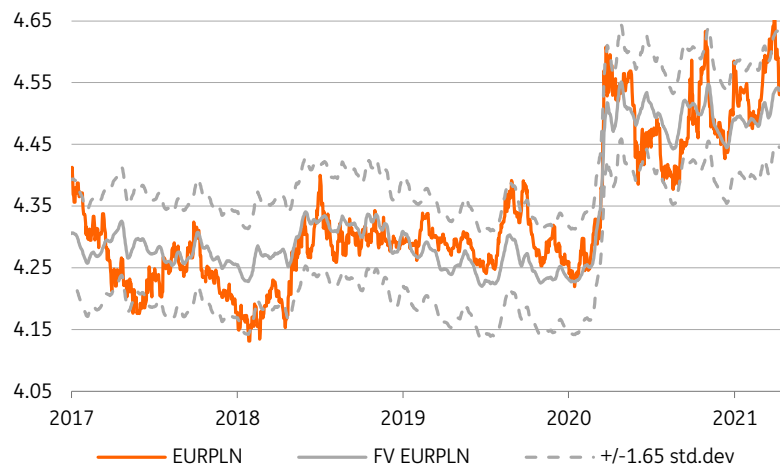
# Prognozy walutowe

## Prognozy walutowe

	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22
US\$/PLN	3.77	3.70	3.66	3.61	3.56	3.52	3.48	3.44	3.44	3.45	3.45	3.48
€/PLN	4.55	4.52	4.50	4.47	4.45	4.43	4.42	4.40	4.41	4.41	4.42	4.42
CHF/PLN	4.16	4.11	4.06	4.02	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.84	3.84	3.85
GBP/PLN	5.35	5.32	5.29	5.26	5.24	5.22	5.20	5.18	5.20	5.23	5.26	5.29

## Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Po ostatnim spadku pary €/PLN złoty przestał być niedowartościowany wobec euro oraz dolara. Według wskazań naszego modelu złoty przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Mimo ich wzrostu w tym roku skala ruchu w przypadku swapów była jeszcze większa. To prawdopodobnie efekt operacji NBP, hamujących osłabienie papierów.



## Zespół analiz makroekonomicznych

---

Rafał Benecki Główny Ekonomista	Piotr Popławski Starszy Ekonomista	Leszek Kąsek Starszy Ekonomista	Karol Pogorzelski Starszy Ekonomista	Dawid Pachucki Starszy Ekonomista
T 22 820 4696	T 22 820 4078	T 22 820 5075	T 22 820 4891	
E <a href="mailto:Rafal.Benecki@ing.pl">Rafal.Benecki@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl">Piotr.Poplawski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Leszek.Kasek@ing.pl">Leszek.Kasek@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Karol.Pogorzelski@ing.pl">Karol.Pogorzelski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Dawid.Pachucki@ing.pl">Dawid.Pachucki@ing.pl</a>

### 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.