

Tygodnik ING

Inflacja w Polsce przyspiesza. Inwestorzy czekają na orzeczenia Sądu Najwyższego dot. kredytów frankowych.

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

4 maja 2021



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



W skrócie

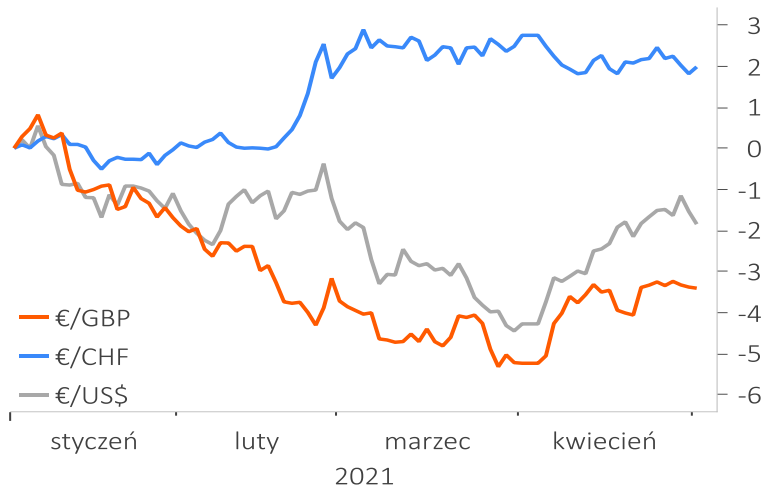
- W zeszłym tygodniu i na początku obecnego utrzymała się presja na wzrost rentowności Bundów. Inwestorzy liczą na szybką poprawę koniunktury w strefie euro, m.in. dzięki znacznemu przyspieszeniu tempa szepień. Obawiają się natomiast, że szczyt koniunktury w USA jest już blisko, co utrzymuje rentowności Treasuries w trendzie bocznym. Na takie ryzyko wskazały m.in. opublikowane wczoraj wyniki ISM – więcej w wiadomościach z zagranicy. POLGBs zakończyły natomiast tydzień sporym osłabieniem, 15pb na długim końcu. Inwestorów przestraszyły m.in. dane o krajowej inflacji.
- Mimo słabszych danych z USA, na przełomie tygodnia dolar umocnił się wobec euro. Ze szczytu w okolicach 1,2150 para cofnęła się do 1,2050. W przypadku złotego kluczowym czynnikiem okazało się natomiast orzeczenie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości ws kredytów walutowych, który jednak pozostawił praktycznie kwestię na barkach sądów lokalnych. Spadek związanego z tym ryzyka pozwolił na spadek pary €/PLN w pobliże 4,54, tj. najniżej od połowy kwietnia.
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania pary €/US\$ w trendzie bocznym. Ostatnie dane z USA tylko utwierdzają inwestorów w obawach, że szczyt koniunktury nie jest odległy. Oczekujemy jednak kolejnych bardzo mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy (piątek). W najbliższych dniach spodziewamy się również niewielkich wzrostów na bazowych rynkach obligacji. Za takim scenariuszem przemawiają zarówno oczekiwania odnośnie koniunktury w Europie, jak i wspomniane dane z USA.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 V	Strefa euro	10:00	PMI - usługi	IV	-	50,3pkt.	50,3pkt.
			PMI - łącznie	IV	-	53,7pkt.	53,7pkt.
	USA	14:30	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	IV	-	810tys.	517tys.
		16:00	ISM - usługi	IV	-	64,3pkt.	63,7pkt.
6 V	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	III	-	1,7%	1,2%
	Strefa euro	11:00	Sprzedaż detaliczna r/r	III	-	9,6%	-2,9%
7 V	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	IV	1,05mln	980tys.	916tys.
			Stopa bezrobocia	IV	-	5,8%	6,0%
			Wynagrodzenia m/m	IV	-	0,1%	-0,1%

Rynki walutowe – Dolar na razie wyhamował osłabienie.

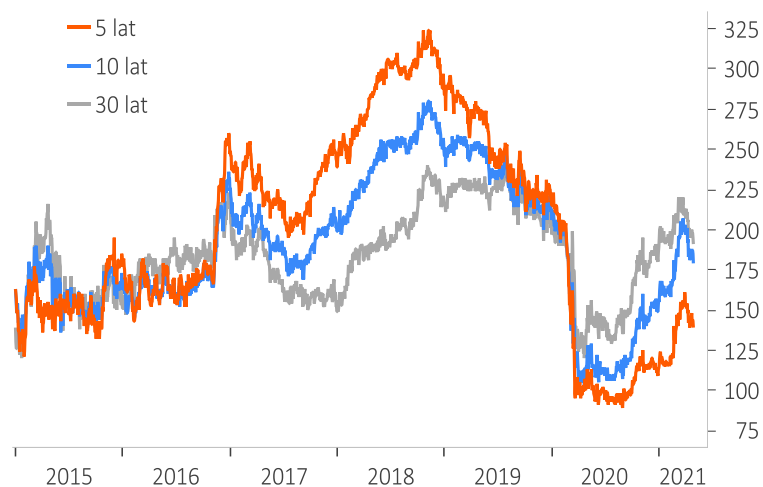
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



€/US\$:

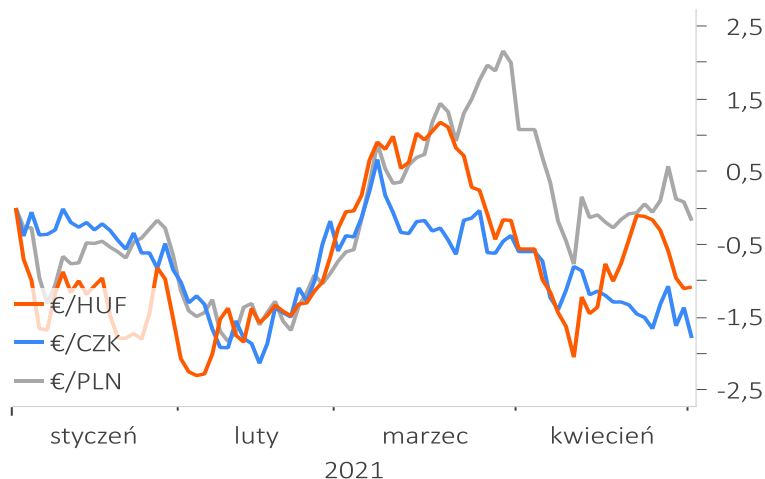
- Pod koniec kwietnia wzrost pary €/US\$ wyhamował. Kurs nie był w stanie przełamać się ponad 1,2150 i para cofnęła się do 1,2050. Inwestorzy prawdopodobnie obawiają się, że sytuacja pandemiczna może pogorszyć się w innych gospodarkach rozwiniętych, jak ma to obecnie miejsce w Indiach. Zniechęca to do przenoszenia kapitałów z USA do gospodarek rozwijających się.
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania pary €/US\$ w trendzie bocznym. Ostatnie dane z USA tylko utwierdzają inwestorów w obawach, że szczyt koniunktury nie jest odległy. Oczekujemy jednak kolejnych bardzo mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy (piątek). Może to pozwolić na tymczasowe zejście kursu do 1,1950.
- Oczekujemy, że wyhamowanie wzrostu kursu €/US\$ będzie tylko przystankiem w dłuższym trendzie osłabienia dolara w 2pół21. Szereg czynników przemawia za odpływem kapitałów z USA, jak perspektywa globalnego ożywienia, czy planowane zmiany w podatkach przez administrację J.Bidena. Nakłada się na to prawdopodobne pogorszenie bilansu handlowego USA, jako efekt uboczny impulsu fiskalnego i rosnącego popytu wewnętrznego. Ważnym argumentem przeciw dolarowi są rosnące obawy o korektę albo przejście w trend boczny amerykańskiej giełdy.
- Trend ten powinien się tylko nasilić wraz z odbiciem koniunktury w Europie, jakiego spodziewamy się po 2kw21. Dlatego para €/US\$ może dotrzeć nawet do 1,25-27 pod koniec roku.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

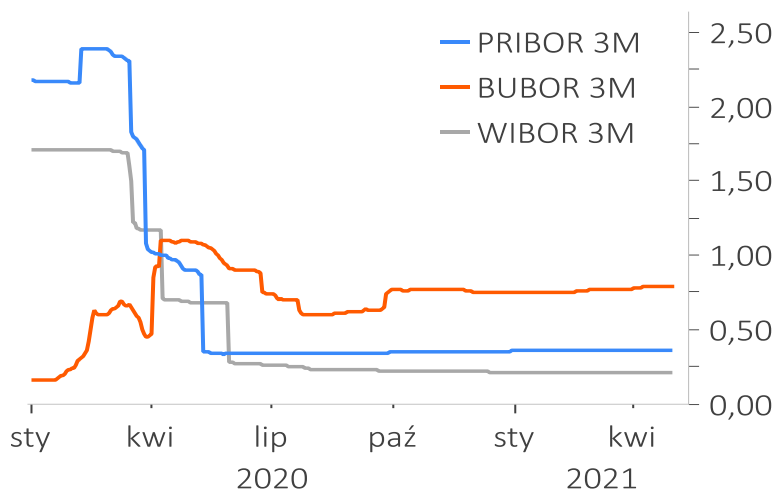


Rynki walutowe – Wyrok SN kluczowy dla PLN.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

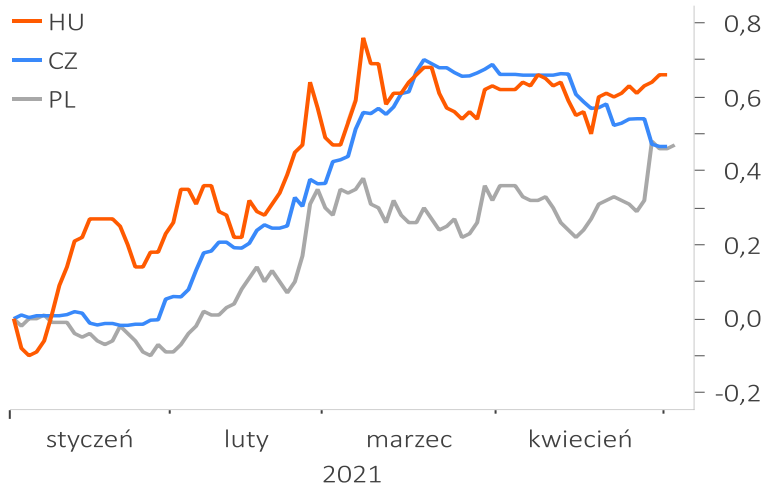


€/PLN:

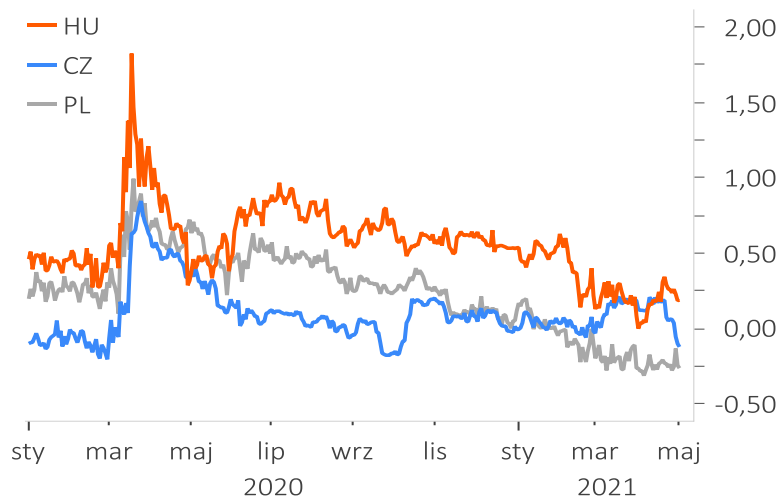
- Saga kredytów walutowych znów zdezorientowała inwestorów. Europejski Trybunał Sprawiedliwości w zasadzie nie odniósł się do kwestii istotnych z punktu widzenia oszacowania strat sektora bankowego, czy jego skłonności do ugód z klientami. W efekcie pod koniec ubiegłego tygodnia i w poniedziałek inwestorzy zamykali krótkoterminowe pozycje przeciw PLN.
- W tym tygodniu kluczowe dla złotego może okazać się pierwsze z majowych orzeczeń polskiego Sadu Najwyższego ws kredytów walutowych (piątek). Co więcej, pojawiają się wątpliwości, czy NBP weźmie udział w procesie konwersji skoro największy z kredytodawców swoją pozycję już zamknął. Wraz z powrotem krajowych inwestorów na rynek sugeruje to powrót pary €/PLN do wzrostu w ramach obecnej konsolidacji.
- Technicznie ruch nie powinien jednak przekroczyć 4,58. Za umiarkowanym przesunięciem przemawiają też dane o pozycjach opcyjnych otwartych w oczekiwaniu na decyzje Sądu Najwyższego. Ich skala jest znacząco niższa niż w marcu, gdy kurs dotarł prawie do 4,70.
- W dalszej części kwartału spodziewamy się raczej powrotu pary €/PLN trwale poniżej 4,55. Gdy wyjaśni się ryzyko związane z kredytami frankowymi, rynki powinny znów skupić się na krajowych fundamentach, jak duża nadwyżka handlowa Polski. Złotemu pomóc powinien też oczekiwany dalszy wzrost €/US\$. Pod koniec roku para €/PLN powinna cofnąć się do 4,40-45.

Rynek długu – Korekta po osłabieniu SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

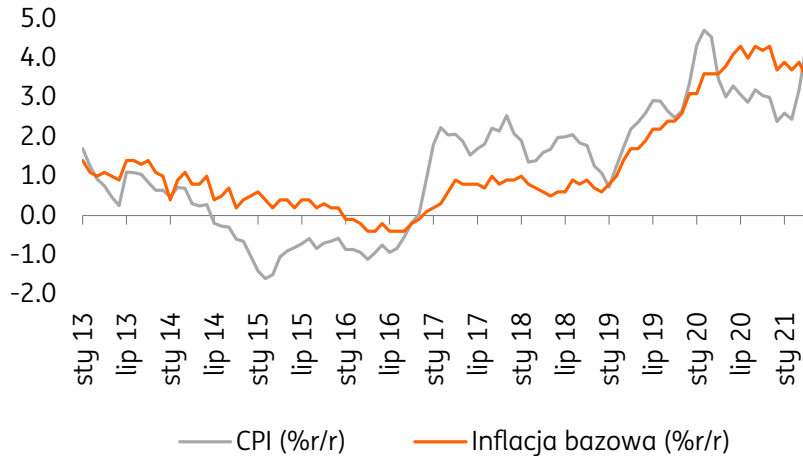


POLGBs:

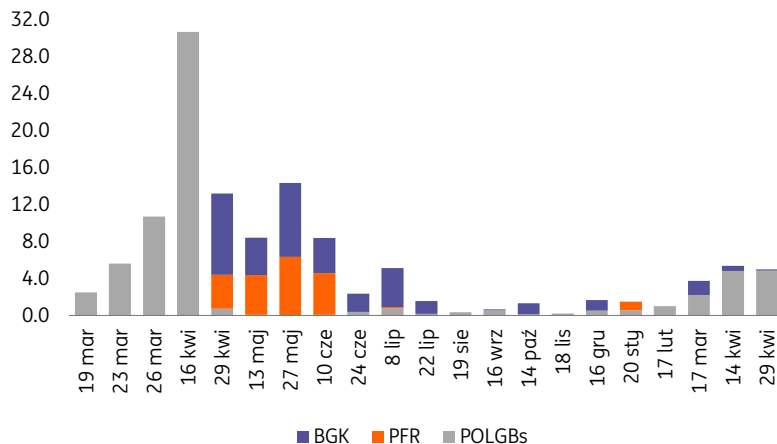
- Osłabienie POLGBs z ubiegłego tygodnia (15pb na długim końcu) sugeruje, że inwestorzy zagraniczni wykorzystują operacje NBP do realokowania swoich kapitałów poza Polskę. Rynek dość agresywnie wycenia też zmianę nastawienia RPP od 2poł22, wraz ze zmianą jej składu.
- Po sporej przecenie POLGBs w ubiegłym tygodniu w tym spodziewamy się umiarkowanej korekty i zawężenia asset swapów. Sytuacja makroekonomiczna w kraju (szczególnie wysoka ścieżka CPI) powinna sprzyjać co najmniej utrzymaniu złotych stawek swap na wysokim poziomie.
- Z kolei do zakupów krajowego długu może zachęcać perspektywa operacji NBP. Negatywna reakcja rynku na ostatnią operację odkupu (NBP zebrał tylko PLN5mld papierów) może skłonić bank centralny do zwiększenia skali operacji, np. dwa odkupy w miesiącu po PLN10mld.
- Kompresja spreadów ASW, jak i wobec krzywej niemieckiej pozostaje kluczowym scenariuszem na resztę kwartału. NBP prawdopodobnie utrzyma swoją strategię skupu papierów, szczególnie gdyby na rynkach bazowych powrócił trwały wzrost rentowności.
- NBP wydaje się skoncentrowany na ograniczeniu wzrostu nominalnych rentowności obligacji. Skala ruchu powinna więc zależeć w dużym stopniu od rynków bazowych. Im bardziej wzrosły rentowności np. Bunda pociągną w górę złote stawki swap, tym większej kompresji asset swapów można oczekiwać.

Polska: Inflacja w kwietniu już 4,3%%r/r, spodziewamy się 3,9%r/r średnio w 2021.

Przebieg inflacji w Polsce



Skup obligacji przez NBP



- Zgodnie z szybkim szacunkiem GUS inflacja CPI w kwietniu przyspieszyła do 4,3%r/r z 3,2% w marcu. To efekt niskiej bazy, zwłaszcza dla paliw (+28,1%r/r w kwietniu wobec +7,6%r/r w marcu). Z drugiej strony inflacja bazowa spadła, szacujemy, że do 3,5%r/r. Tu efekt jest odwrotny – baza z 2020 jest bardzo wysoka. W Polsce utrzymuj się silna presja inflacyjna, nie ma spadku inflacji po recesji, jak w przeszłości.
- Podwyższona inflacja to, m.in. skutek rosnących cen usług i kosztów po stronie produkcji. W marcu PPI w Polsce przyspieszył do 3,9%r/r z 2,2% w lutym, w kwietniu PPI może być już blisko 5%. Rosną ceny surowców na co nakładają się zaburzenia w łańcuchach dostaw. Wraz z otwieraniem się gospodarki dołoży się jeszcze silniejsza presja popytowa.
- Oczekujemy, że średnia inflacja CPI w tym roku wyniesie 3,9%r/r. Polska to nie strefa euro czy USA, które miały problem z rozpędzeniem inflacji przed Covid. W Polsce podwyższona inflacja utrzymuje się od połowy 2019 r. W 2020 ceny konsumpcyjne średnio wzrosły 3,4%. W recesję covidową wchodziliśmy z inflacją na poziomie 4,7% w lutym. To m.in. efekt popytowej struktury wzrostu w Polsce z systematycznie spadającym udziałem w PKB inwestycji prywatnych.
- Argument że NBP może naśladować banki centralne gospodarek rozwiniętych (ECB i Fed) jest mocno dyskusyjny, inflacyjnie bliżej nam do gospodarek rozwijających się. Naszym zdaniem podwyżki rozpoczną się w 2pół22.
- Do tego czasu Rada Polityki Pieniężnej będzie naszym zdaniem tolerować inflację. Jej priorytetem obecnie wydaje się wspieranie wzrostu. Od marca tego roku NBP przyspieszył tempo skupu aktywów. W kwietniu skupił najwięcej obligacji od czerwca 2020 w celu wyhamowania wzrostu rentowności.

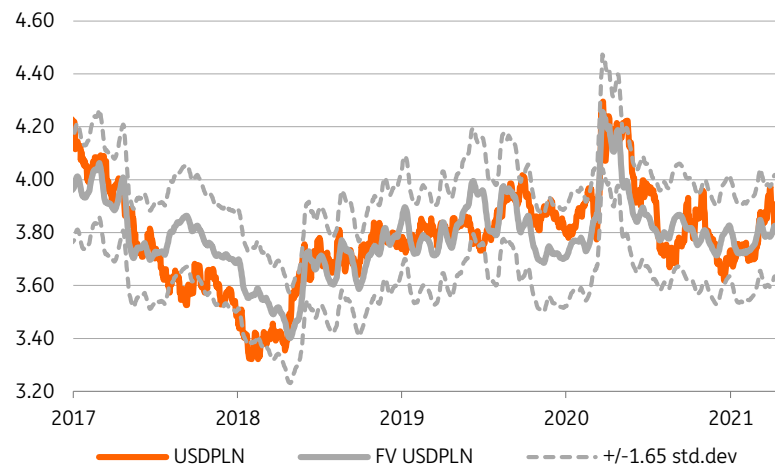
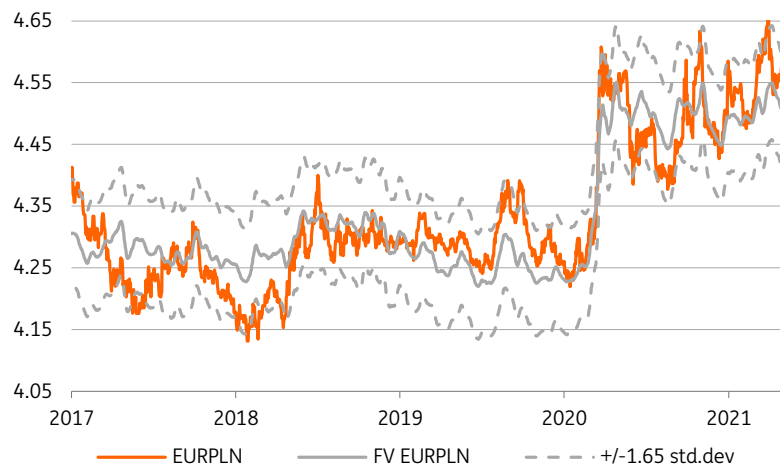
Prognozy walutowe

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 spadku pary €/PLN w pierwszej połowie kwietnia 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 Rafal.Benecki@ing.pl	E Piotr.Poplawski@ing.pl	E Leszek.Kasek@ing.pl	E Karol.Pogorzelski@ing.pl	E Dawid.Pachucki@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.