

Tygodnik ING

Umocnienie złotego dzięki spadkowi ryzyka związanego z kredytami CHF. Dalsze wzrosty rentowności.

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

12 maja 2021



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



W skrócie

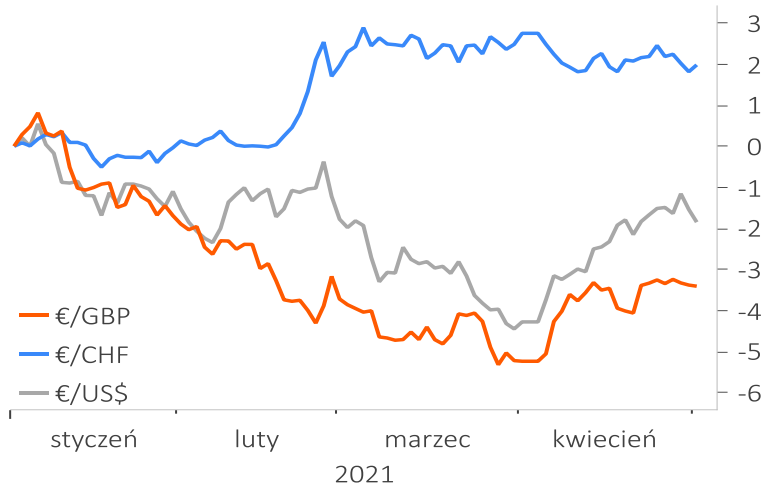
- Na początku tygodnia doszło do wyraźniej przeceny obligacji na rynkach bazowych, szczególnie Bundów. Rentowność niemieckiej 10latki wzrosła do -0,16%, czyli najwyższego poziomu od 1pół19. Zmiany rentowności Treasuries były istotnie mniejsze. Amerykańskie papiery wspiera m.in. korekta na rynkach akcji, jak i obawy, że gospodarka USA jest już blisko szczytu koniunktury. W ślad za niemieckimi papierami przeceniły się również POLGBs. Dochodowość krajowej 10latki dotarła do 1,82%.
- Kurs €/US\$ pod koniec ubiegłego tygodnia wzrósł ponad 1,2150. Dolar wyraźnie osłabił się po istotnie gorszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy w piątek. Na początku tego tygodnia para przeszła w trend boczny wokół 1,2150. Umocnienie kontynuował złoty, na początku tego tygodnia para €/PLN dotarła do 4,54. Poza słabszym dolarem, krajowej walucie pomógł spadek ryzyka związanego z hipotecznymi kredytami walutowymi. Sąd Najwyższy w pierwszym z orzeczeń zaprezentował wyważone stanowisko, co zmniejszyło szanse na szybkie i masowe ugody banków z klientami i konwersję kredytów na PLN. Drugie z orzeczeń SN odłożył i oczekuje na opinie m.in. z NBP i KNF.
- Dziś poznamy dane o inflacji z USA. Uważamy, że potwierdzą one, iż presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce narasta. Ostatnie słabsze dane z rynku pracy w USA nieco schłodziły oczekiwania na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej w USA, co razem z korektą rynków akcji stabilizuje rentowności długu w USD. Szybciej rosną rentowności długu w EUR, gdzie gospodarka jest w przededniu odbicia, a dodatkowo miały miejsce dotychczasowe agresywne zakupy EBC. Sam skok inflacji CPI nie wystarczy aby zmienić nastawienie Fed, potrzebny jest wzrost inflacji bazowej, także tej poprawionej o wpływ bazy z 2020 roku. Wpływ na €/US\$ powinien być natomiast mniejszy – para nie będzie prawdopodobnie w stanie zejść istotnie poniżej 1,21.
- Wyceniane przez rynek ryzyko związane z tematem kredytów frankowych istotnie spadło już po piątkowej decyzji SN. Sugeruje to raczej umiarkowaną presję na umocnienie złotego w końcówce tygodnia, hamowaną przez ew. umocnienie dolara. Ryzyko przełamania okolic 4,54 jest jednak dość duże. Para €/PLN może dotrzeć do 4,53-5350.

Kalendarz makroekonomiczny

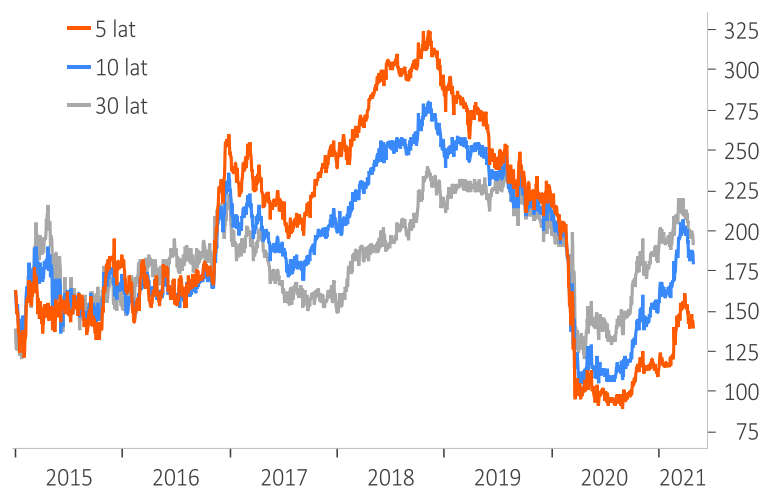
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 V	USA	14:30	CPI r/r	IV	3,7%	3,6%	2,6%
			Inflacja bazowa r/r	IV	2,4%	2,3%	1,6%
14 V	Polska	10:00	PKB r/r	I kw.	-0,9%	-1,0%	-2,8%
			CPI r/r – ostateczne dane	IV	-	-	4,3%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	IV	0,8%	1,0%	9,7%

Rynki walutowe – CPI z USA lekko korzystne dla dolara.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

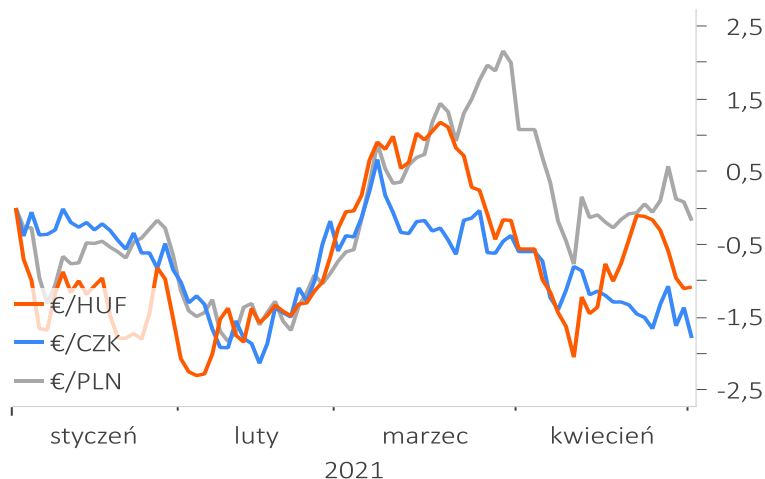


€/US\$:

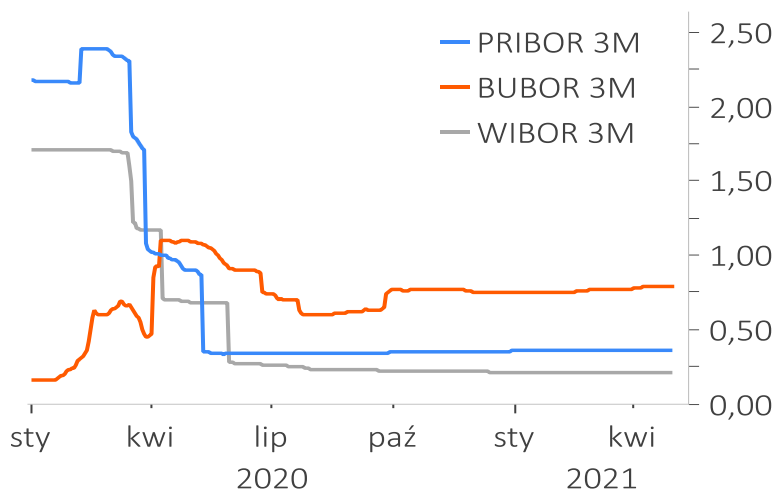
- Sytuację na rynkach w ubiegłym tygodniu w dużym stopniu zdeterminowały dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls). Zamiast oczekiwanych około miliona miejsc pracy powstało ich kilkukrotnie mniej, co sugeruje, że Fed zdecydowanie później rozpocznie normalizację swojej polityki. W efekcie para €/US\$ wzrosła do 1,2150, tj. najwyższej od lutego. Para utrzymała się blisko tego poziomu także na początku tego tygodnia.
- W naszej ocenie dzisiejsze dane o inflacji z USA przełożą się na stabilizację lub niewielką korektę / umocnienie dolara. W skali tygodnia para €/US\$ powinna utrzymać się blisko 1,2150. Najbliższe wsparcie to już okolice 1,21, więc pole na ewentualną korektę może okazać się małe, biorąc pod uwagę jak mocno inwestorzy wierzą w osłabienie dolara w dłuższym horyzoncie.
- W dalszej części kwartału spodziewamy się kontynuacji wzrostu €/US\$. Z jednej strony postępy w szczepieniach pozwalają oczekiwać silnej poprawy koniunktury w Europie w 2pół21. Z drugiej strony kosztem wysokiego wzrostu w USA będzie prawdopodobnie pogłębienie deficytu handlowego.
- Nakładają się na to ryzyka związane np. z polityką podatkową w USA, które dodatkowo mogą skłaniać do odpływu kapitałów. To tym większe ryzyko, że często pojawiają się opinie, iż amerykańska giełda jest przewartościowana, co dodatkowo może skutkować odpływem kapitałów z USA.
- Dlatego para €/US\$ może dotrzeć nawet do 1,25-27 pod koniec roku.

Rynki walutowe – Orzeczenie SN po raz kolejny przesunięte.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

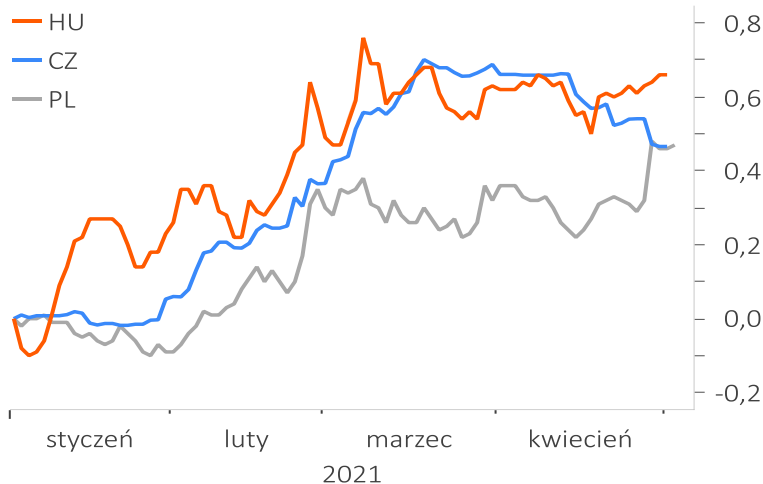


€/PLN:

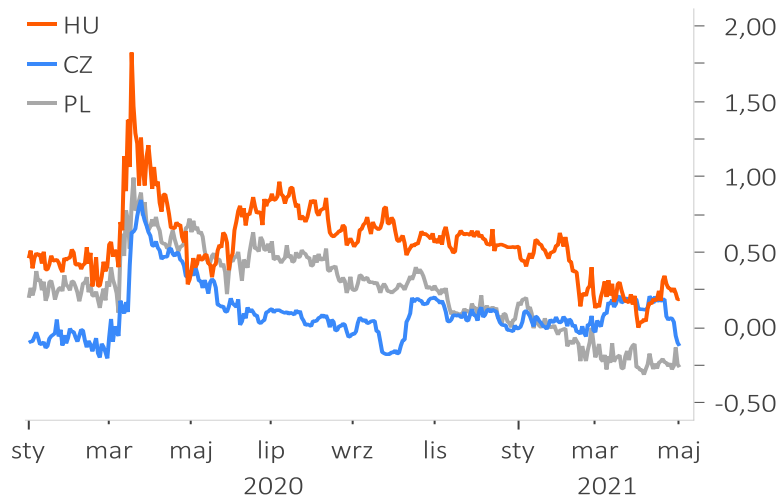
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN wzrósł do 4,59 w oczekiwaniu na pierwsze z orzeczeń Sądu Najwyższego ws. hipotecznych kredytów walutowych. W piątek para cofnęła się jednak do 4,55. Z jednej strony orzeczenie Sądu Najwyższego nie zostało odebrane jako czynnik skłaniający banki do szybkich ugod. Nałożyło się na to duże osłabienie dolara po payrolls, co dodatkowo wsparło popyt na waluty CEE. Na początku tego tygodnia do większych zmian €/PLN nie doszło. Ruch pogłębił się w tym tygodniu po przełożeniu przez SN drugiego z orzeczeń w ten wtorek.
- Po piątkowym orzeczeniu Sądu Najwyższego dotyczącego kredytów frankowych pozycjonowanie rynku na złotym jest raczej bliskie neutralnemu. Dotychczasowe wyroki były wyważone, co ograniczyło obawy, że banki zaoferują szybko masowe ugody uwzględniające przewalutowanie kredytów na PLN. Także wskazania naszych modeli, określających poziom równowagi €/PLN na bazie innych zmiennych rynkowych, sugerują, że nie ma większego niedopasowania. Wskazuje to, że temat kredytów frankowych przestał być istotnym czynnikiem dla rynku.
- Problem kredytów frankowych może w kolejnych tygodniach przykuwać jeszcze uwagę inwestorów gdy Sąd Najwyższy znów zbierze się w tej sprawie, ale mało wskazuje, aby miał równie duże przełożenie na wyceny co np. w marcu. Inwestorzy powinni się raczej skupić na krajowych fundamentach, jak nadwyżka w bilansie handlowym, czy rosnące oczekiwania na zmianę polityki RPP. Złotemu pomóc powinien też oczekiwany dalszy wzrost €/US\$. Pod koniec roku para €/PLN powinna cofnąć się do 4,40-45.

Rynek długu – wzrost rentowności POLGBs trwa.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

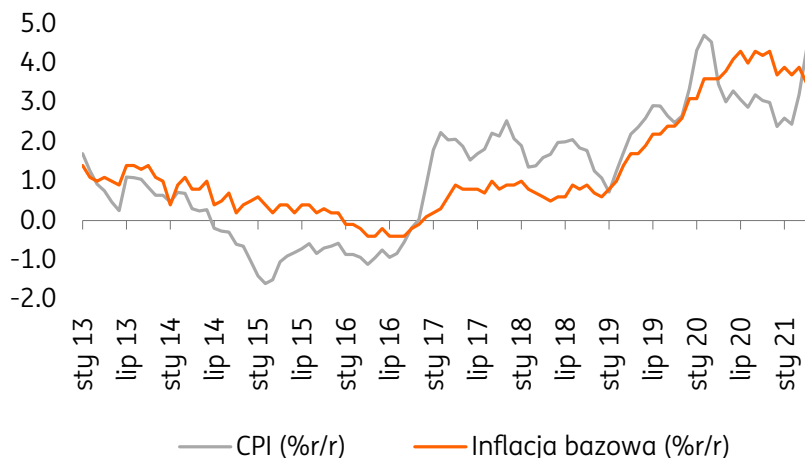


POLGBs:

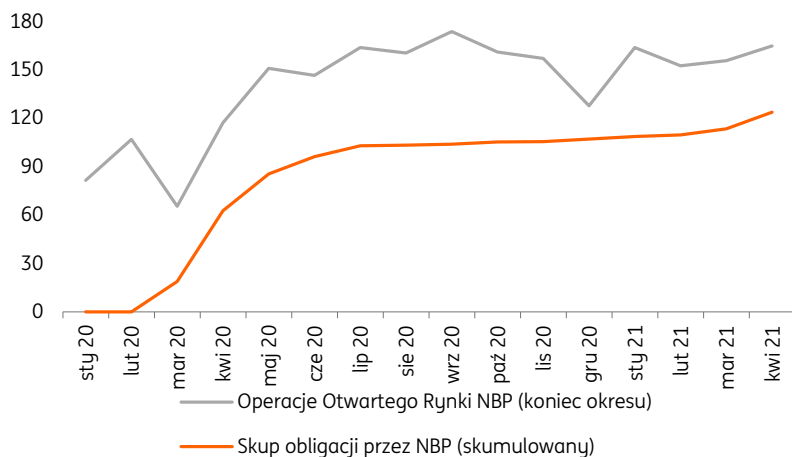
- W ubiegłym tygodniu rentowności zarówno złotych IRS, jak i POLGBs lekko się obniżyły w ślad za rynkami bazowymi. Zmiany po piątkowej konferencji prezesa NBP były ostatecznie niewielkie, ale późniejsze komentarze rynkowe sugerują, że inwestorzy coraz śmielej rozważają szybką zmianę nastawienia RPP wobec uporczywie wysokiej inflacji. Widać to na początku tego tygodnia – doszło do wyraźnego wzrostu zarówno rentowności POLGBs, jak i stawek swap.
- Zachowanie krajowego rynku długu do końca tygodnia powinna zdeterminować sytuacja na rynkach bazowych w połączeniu z odkupem obligacji przez NBP. Dane z USA (szczególnie inflacja) powinny wspierać wzrost rentowności. Może przy tym dojść do niewielkiego zawężenia asset swapów. Spodziewamy się kolejnego agresywnego odkupu papierów przez NBP. Można jednak oczekiwać, że inwestorzy zagraniczni znów wykorzystają to jako okazję do wyzbywania się POLGBs i realokacji kapitałów na inne rynki. W piątek poznamy ważne dane z kraju (drugi odczyt CPI i PKB za 1kw21), ale nie spodziewamy się, aby zmieniły one oczekiwania odnośnie kolejnych posunięć RPP.
- Wzrost rentowności POLGBs, jak i złotych stawek IRS powinien utrzymać się przez 2poł21. Zarówno sytuacja w kraju (wysoka inflacja), jak i zagranicą (perspektywa odbicia koniunktury w strefie euro) sugeruje zbliżającą się normalizację polityki NBP. Jednocześnie NBP powinien utrzymać strategię hamowania nominalnego wzrostu rentowności POLGBs. Biorąc pod uwagę nastawienie zagranicy nie zatrzyma to przeceny POLGBs, ale powinno doprowadzić do kompresji asset swapów.

Prezes NBP kreśli strategię normalizacji polityki pieniężnej.

Przebieg inflacji w Polsce



Skup obligacji przez NBP na tle sterylizacji nadpłynności (PLNmld)



- Zaostrzenie retoryki RPP po ostatnim posiedzeniu znalazło odzwierciedlenie w konferencji A.Glapińskiego, prezesa NBP. Wprawdzie powtórzył, że wzrost inflacji CPI jest spowodowany wyłącznie czynnikami poza kontrolą polityki pieniężnej, przyznał jednak, że Rada już nie dyskutuje o obniżkach stóp i jest gotowa do ich zacieśnienia w razie potrzeby. Zdaniem A.Glapińskiego dyskusja o normalizacji polityki pieniężnej mogłaby się rozpocząć w poł22, kiedy presja popytowa powinna stać się ryzykowna dla CPI. Prezes stwierdził, że ew. podwyżki stóp powinny poprzedzić ograniczenie programu skupu aktywów.
- Uważamy, że sygnałem dla normalizacji polityki monetarnej w Polsce może być podjęcie przez EBC dyskusji o ograniczeniu QE w poł21 lub lipcowa aktualizacja projekcji NBP. Nasz scenariusz wyższych w 2021 od konsensusu temp PKB i CPI materializuje się szybciej niż oczekiwaliśmy. Ostatnio zrewidowaliśmy naszą dynamikę PKB w 2021 do 4,8%/r oraz oczekujemy średniego CPI na poziomie 4,0%/r w 2021 i 3,4% r/r w 2022. Uważamy, że również NBP w lipcu podniesie prognozy PKB i CPI.
- W bazowym scenariuszu zakładamy, że w reakcji na znacznie wyższy przebieg CPI niż obecnie zakłada projekcja NBP, Bank zacznie ograniczać skup aktywów już w 2poł21, a pierwsza podwyżka stóp będzie miała miejsce w 1poł22m (w 1kw22 kończy się kadencja 7 z 10 członków RPP). Nie wykluczamy jednak ryzyka sygnalnej podwyżki stóp już przy listopadowej aktualizacji projekcji inflacji w tym roku. Oczekujemy mocnego impulsu fiskalnego w 2022 pochodzącego z Funduszu Odbudowy oraz lokalnego budżetu, co będzie argumentem za utrzymaniem podwyższonej inflacji również w 2022 roku. To odmienny obraz niż Rada prezentowała w ostatnim komunikacie.

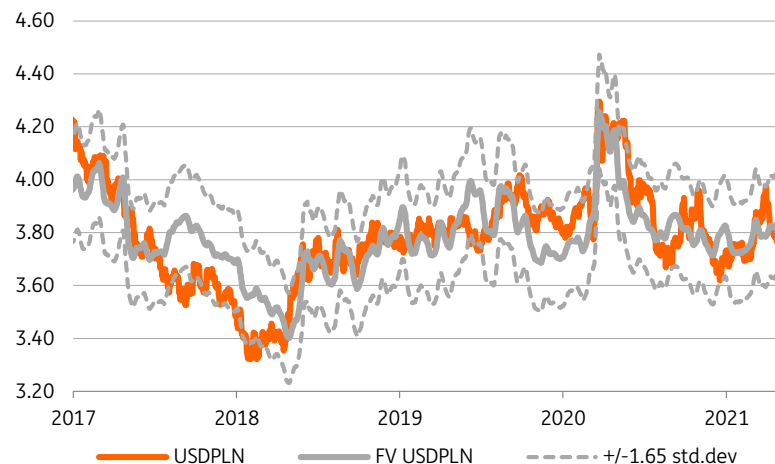
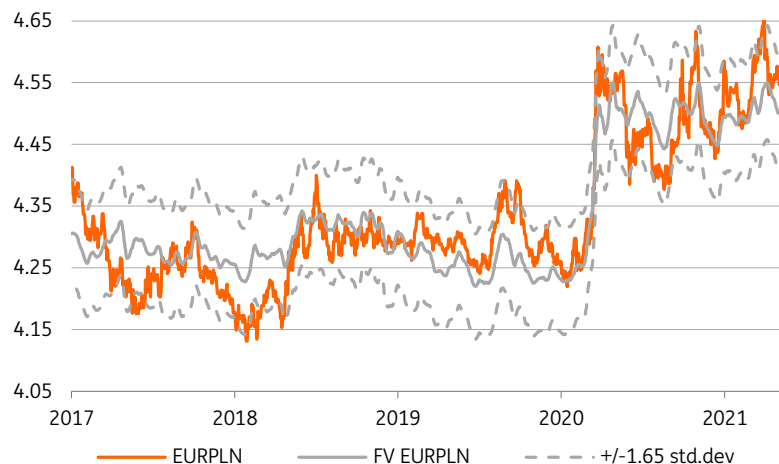
Prognozy walutowe

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 praktycznie przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Skala niedopasowania spadła w ostatnich tygodniach, ale pozostaje istotna. 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.