

Tygodnik ING

Prawdopodobny dalszy wzrost cen frachtu w 2poł21.
Niewielkie pole do spadku €/PLN w czerwcu.

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

8 czerwca 2021



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



W skrócie

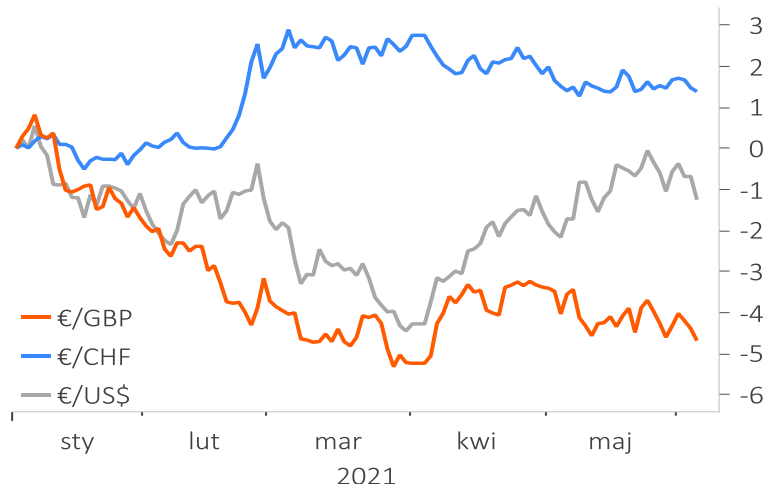
- W ubiegłym tygodniu doszło do korekty na parze €/US\$ - kurs cofnął się z 1,2230 do 1,2170 dziś rano. Para dotarła do 1,21, ale nie była w stanie tego poziomu przełamać. Mocniejszy dolar miał jednak niewielki wpływ na złotego. Kurs €/PLN po przełamaniu 4,48 kontynuował spadek do około 4,4550.
- Na bazowych rynkach długu miało miejsce dalsze umocnienie, odpowiednio 4 i 6pb w przypadku niemieckich i amerykańskich 10latek. Inwestorów rozczarował przede wszystkim wynik payrolls, szczególnie, że odczyt ADP wskazywał na wysoki wzrost zatrudnienia w USA. Na krajowym rynku długu trwała natomiast korekta / umocnienie po silnym wzroście rentowności, wywołanym rozczarowującą salą zakupów na ostatnim przetargu NBP.
- W tym tygodniu spodziewamy się zejścia pary €/US\$, ale prawdopodobnie nie dalej niż do 1,2070, czyli dołków z maja. W najbliższych dniach spodziewamy się nowych rekordów inflacyjnych w US, wspierających oczekiwania na zaostrzenie polityki Fed. Spodziewamy się natomiast, że EBC na czwartkowym posiedzeniu będzie unikać dyskusji o ograniczeniu swojego QE. Słabszy od oczekiwań wynik PKB za 1kw sugeruje też utrzymanie niezmiennych projekcji dla wzrostu.
- Wspomniany układ danych / wydarzeń sugeruje również dalsze umocnienie Bundów w tym tygodniu. Powinno dojść natomiast do minimalnego wzrostu rentowności Treasuries. Po wakacjach spodziewamy się powrotu rentowności do wzrostów zarówno na niemieckim i amerykańskim rynku. W 2poł21 wycenom ciężyć będą wysokie emisje na sfinansowanie pakietów fiskalnych. Nakłada się na to gasnąca pandemia w Europie, i uruchomienie Funduszu Odbudowy.

Kalendarz makroekonomiczny

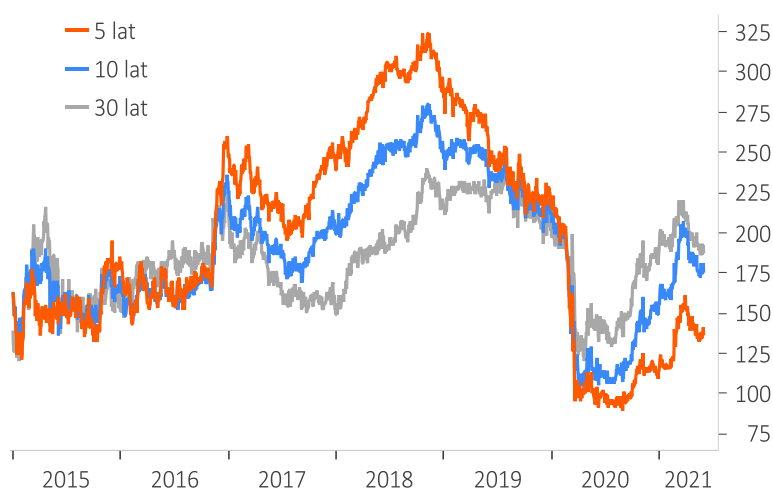
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
8 VI	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	IV	-	0,7%	2,5%
9 VI	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
10 VI	Strefa euro	13:45	Posiedzenie EBC		b.z.	b.z.	b.z.
	USA	14:30	CPI r/r	V	4,8%	4,6%	4,2%
			Inflacja bazowa r/r	V	3,3%	3,4%	3,0%

Rynki walutowe – Chwilowa przerwa we wzroście €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

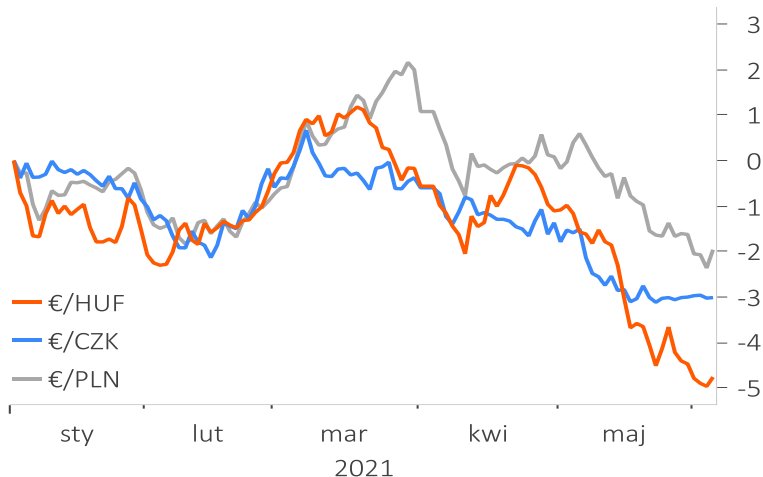


€/US\$:

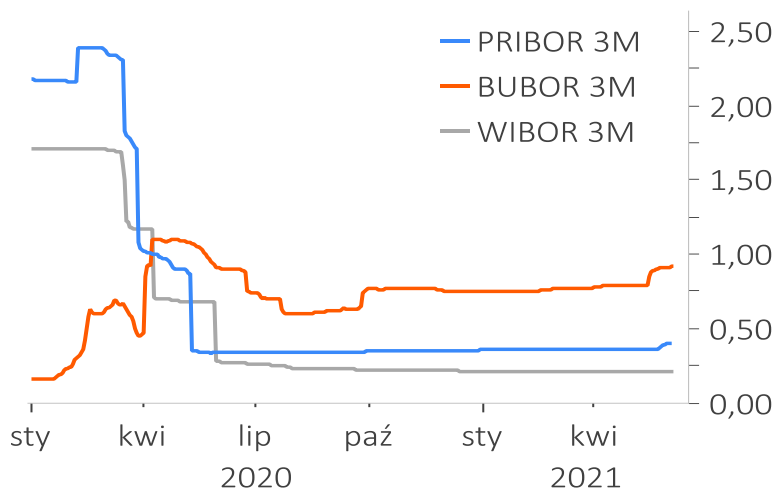
- Od połowy maja para €/US\$ znalazła się w trendzie bocznym wokół 1,22. Dotychczasowe próby korekty po silnym osłabieniu dolara z kwietnia i pierwszej połowy maja (wzrost od 1,17) kończyły się niepowodzeniami. Od połowy ubiegłego miesiąca kurs nie był w stanie wrócić poniżej 1,21. Naszym zdaniem odzwierciedla to powszechne wśród inwestorów oczekiwanie, że dolar pozostanie pod presją także w 2pół12. Zniechęcają one do większych zakupów amerykańskiej waluty mimo solidnego scenariusza makro w USA.
- W skali około tygodnia, liczymy na pogłębienie spadku €/US\$, ale prawdopodobnie nie dalej niż do 1,2070. W najbliższych dniach spodziewamy się zaskoczenia na plus inflacją z USA. EBC na czwartkowym posiedzeniu będzie natomiast prawdopodobnie unikać dyskusji o ograniczeniu swojego QE. Słabszy od oczekiwań wynik PKB za 1kw sugeruje też utrzymanie niezmiennych projekcji dla wzrostu.
- Obecne umocnienie dolara traktujemy jednak jako korektę. W 2pół21 para €/US\$ powinna powrócić do wzrostu i dotrzeć nawet do 1,25-27 pod koniec roku. Słabszy dolar to wypadkowa globalnego odbicia przy wychodzeniu z pandemii, wspierająca odpływ kapitału na rynki wschodzące, jak i polityki gospodarczej USA, która prawdopodobnie przełoży się m.in. na pogorszenie bilansu handlowego. Najbliższe miesiące przyniosą zaś ożywienie gospodarcze w Europie po zniesieniu restrykcji przeciw Covid-19 oraz uruchomieniu Funduszu Odbudowy.

Rynki walutowe – małe pole do umocnienia złotego w VI.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

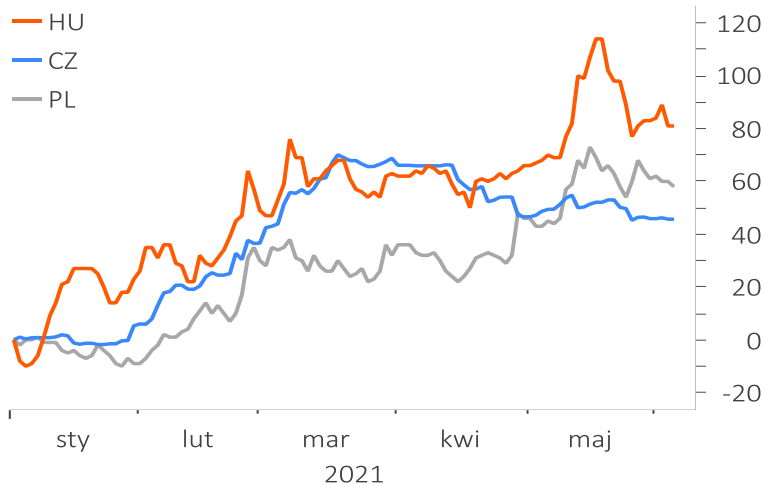


€/PLN:

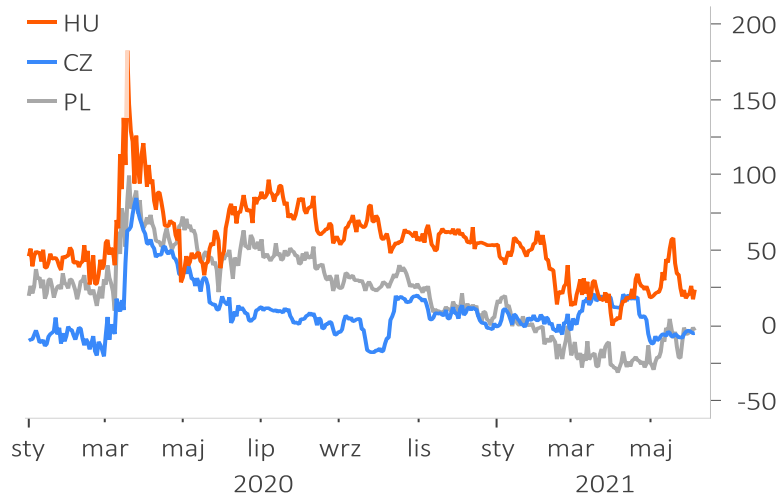
- Mała reakcja złotego na korektę na €/US\$ w ubiegłym tygodniu powinna zachęcać do zajmowania pozycji na dalszy spadek €/PLN w najbliższych dniach. Naszym zdaniem w ciągu tygodnia-dwóch €/PLN dotrze do 4,43, tj. poziomie przy którym NBP rozpoczął interwencje przeciw złotemu w grudniu ubiegłego roku.
- Para €/PLN raczej nie będzie w stanie wybić się poniżej tego poziomu nawet do końca miesiąca. Na obecnych poziomach nie ma już stop loss, których realizacja mogłaby być paliwem do dalszego zejścia kursu. Inwestorzy mogą też obawiać się, że zbyt mocny złoty wymusi działania po stronie NBP, przynajmniej w postaci werbalnych interwencji.
- W czerwcu uwagę inwestorów może też znów skupić temat kredytów frankowych jeżeli np. Sąd Najwyższy wyznaczy termin swojego posiedzenia w tym temacie. Linia SN nie wskazuje jednak, aby miał on okazać się zdecydowanie prokonsumencki. To z kolei oznacza, że banki nie będą spieszyć się z ugodami i przewalutowaniem kredytów na PLN. Takiego scenariusza najprawdopodobniej spodziewają się też obecnie inwestorzy.
- W naszej ocenie umocnienie złotego potrwa także w 2poł21, ale jego skala będzie znacznie mniejsza niż w poprzednich miesiącach. Złoty nie jest obecnie niedowartościowany, przestał wyceniać też ryzyko związane z kredytami frankowymi. PLN wspierają obecnie mocne fundamenty krajowe, jak nadwyżka handlowa, ale w istotnym stopniu kompensuje to łagodne nastawienie NBP. Oczekujemy, że pod koniec roku para €/PLN znajdzie się blisko 4,40.

Rynek długu – Czekamy na decyzję RPP.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

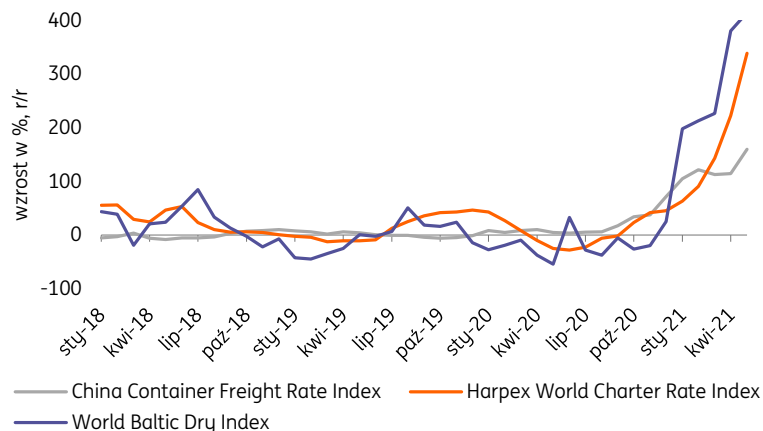


POLGBs:

- Krajowe 10latki odrobiły już około 2/3 przeceny wywołanej niewielką skalą skupu podczas ostatniego przetargu NBP. To nie tylko efekt umocnienia obligacji na rynkach bazowych. Równoległe zawężyły się spready wobec obligacji niemieckich. Na relatywnie wysokim poziomie utrzymują się jednak asset swapy, co naszym zdaniem odzwierciedla obawy przed taperingiem NBP.
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla krajowego rynku długu powinno być posiedzenie NBP. Naszym zdaniem komunikat po posiedzeniu potwierdzi, że RPP jest blisko podjęcia decyzji o sygnałnej podwyżce stóp. Będzie to też wspierać oczekiwania, że bank centralny rozpoczął już proces wygaszania zakupów obligacji, szczególnie SPW. Będzie to w naszej ocenie wspierać minimalne podnoszenie się krzywej POLGBs, jak i wzrost spreadów wobec obligacji niemieckich. Ruch na rentownościach będzie naszym zdaniem mały, gdyż na czwartkowym posiedzeniu EBC nie spodziewamy się dyskusji na temat taperingu. Zaskoczenie in minus PKB za 1kw21 sugeruje też małe zmiany projekcji wzrostu mimo solidnych danych o aktywności w 2kw21.
- Wzrost rentowności POLGBs, jak i złotych stawek IRS powinien przyspieszyć w 2poł21. Zarówno sytuacja w kraju (wysoka inflacja), jak i zagranicą (perspektywa odbicia koniunktury w strefie euro) sugeruje zbliżającą się normalizację polityki NBP. Widzimy istotne prawdopodobieństwo, że RPP może zdecydować się na sygnałną podwyżkę stóp (15pb) już w lipcu, wraz z nową projekcją inflacji.

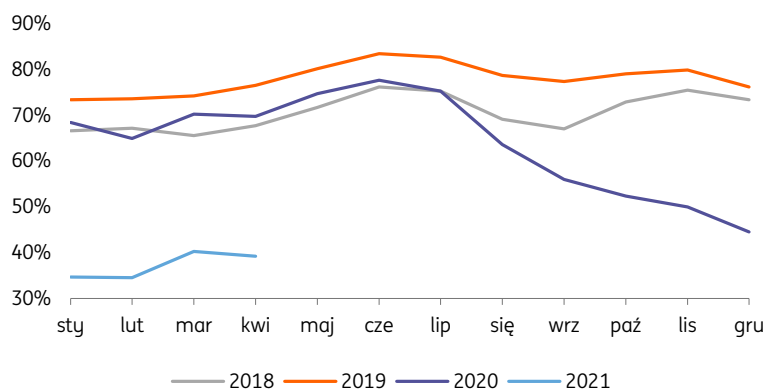
Prawdopodobny dalszy wzrost cen frachtu w 2pół21.

Globalne koszty frachtu w latach 2018-2021



Źródło: China Ministry of Transport, Harper Petersen & Co., Baltic Exchange - Macrobond

Udział statków docierających do celu na czas



Źródło: Sea-Intelligence, ING

- Zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw z powodu pandemii i przesunięcia popytu z niedostępnych usług na towary, są wskazywane jako źródło presji inflacyjnej na wielu globalnych rynkach. Ma to również odzwierciedlenie w silnie rosnących cenach producenta PPI, obok silnie rosnących cen surowców energetycznych, i wskaźnikach PMI.
- W związku z odbudową w gospodarce światowej w 2pół20 i nierównowagą sektorową, na wiosnę ceny frachtu mierzone Harpex World Charter Index zwiększyły się ponad 4-krotnie, a mierzone indeksem World Baltic Dry nawet 5-krotnie.
- Spodziewamy się, że wzrost cen frachtu będzie kontynuowany w trakcie 2021 ze względu na:
 - skutki nierównowagi popytu i podaży na dobra przemysłowe w czasie pandemii ze względu na różne restrykcje epidemiczne w krajach w różnym czasie,
 - brak alternatyw dla frachtu oceanicznego,
 - nierówne ożywienie w gospodarce światowej w 2021,
 - wysoką liczbę anulowanych odpraw portowych,
 - istotnie niższą liczbę statków docierających do celu zgodnie z planem. W latach 2018-19 było to około 80% statków, w 2021 – niespełna 40%.
- Ze względu na wzrost cen frachtu, jego udział w kosztach niektórych dóbr nisko-marżowych (np. małe AGD, zabawki, t-shirty) wzrósł z 5% do ponad 20% i konsument to odczuje.
- Skokowy wzrost popytu spotkał się już z rekordowym wzrostem zamówień na nowe kontenerowce, ale 6% wzrost ich potencjału transportowego spodziewany jest dopiero w 2023. Nawet jeśli uda się złagodzić istniejące napięcia, ceny frachtu raczej nie wrócą do poziomu sprzed pandemii.

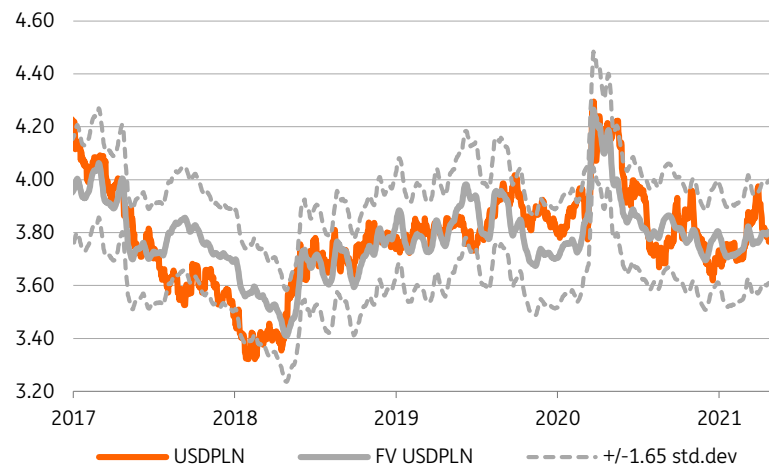
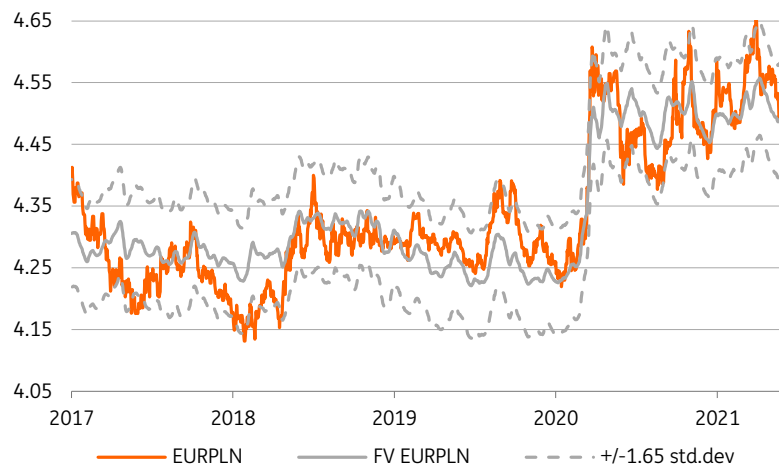
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22
US\$/PLN	3.61	3.58	3.56	3.52	3.48	3.44	3.53	3.63	3.74	3.70	3.66	3.62
€/PLN	4.44	4.44	4.45	4.43	4.42	4.40	4.40	4.41	4.41	4.41	4.41	4.42
CHF/PLN	4.01	3.99	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.84	3.84
GBP/PLN	5.22	5.22	5.24	5.22	5.20	5.18	5.20	5.22	5.25	5.27	5.30	5.32

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. Według wskazań naszego modelu złoty praktycznie przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Skala niedopasowania istotnie spadła, szczególnie po ostatniej aukcji NBP.



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.