

# Tygodnik ING

Rynki czekają na posiedzenie FOMC. Niska ścieżka inflacji w projekcji EBC.

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

14 czerwca 2021



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



# W skrócie

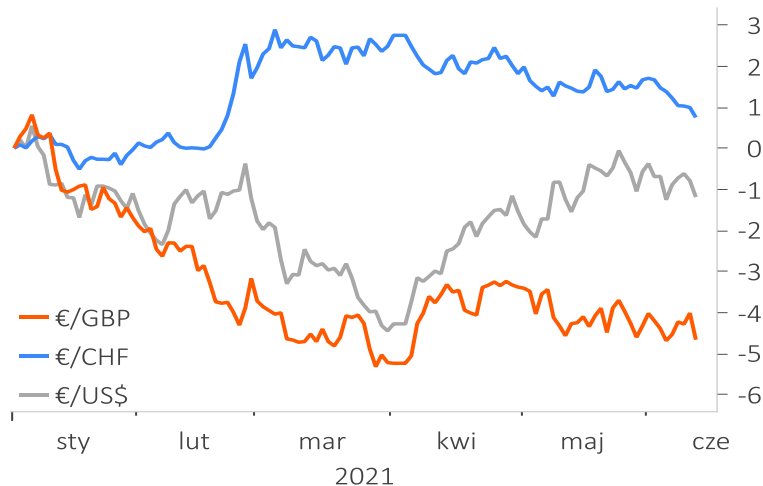
- W ubiegłym tygodniu para €US\$ przesunęła się do 1,21. Skala ruchu była jednak dość mała, biorąc pod uwagę, duże zaskoczenie danymi o inflacji z USA (5,0% wobec konsensusu na 4,7%/r/r). Sugeruje to, że inwestorzy pozostają nieprzekonani do szybkiej zmiany nastawienia Fed. Kurs €/PLN wzrósł z 4,46 do 4,50. Złotemu zaszkodził mocniejszy dolar, jak i łagodny przekaz po posiedzeniu RPP, jak i podczas konferencji Prezesa NBP.
- Na rynkach długu utrzymało się umocnienie, szczególnie w USA. W skali tygodnia amerykańska 10latka zyskała 6pb. To prawdopodobnie efekt szeregu publikacji dużych instytucji finansowych sugerujących, że inflacja w USA osiągnęła już szczyt i w kolejnych miesiącach będzie spowalniać. Tematu ograniczenia QE unikał z kolei EBC, co wzmocniło europejskie papiery. Krajowa 10latka umocniła się o około 8pb, a 2latka o 6pb. Wycenom pomógł przede wszystkim spadek oczekiwań na szybkie podwyżki stóp NBP. Komunikat po posiedzeniu Rady sugerował istotnie wyższą ścieżkę CPI w najbliższej projekcji, ale nie szybkie podwyżki stóp, czego duża część rynku oczekiwała.
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla rynku będą prawdopodobnie dane ze sfery realnej USA (produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) oraz posiedzenie Fed. Ostatnie komentarze z Komitetu sugerują, że dość prawdopodobne jest utrzymanie ostrożnej retoryki FOMC, biorąc pod uwagę m.in. rozczarowania danymi z rynku pracy, mimo ostatniego zaskoczenia wyższą inflacją. Naszym zdaniem może to zahamować obecną korektę na €/US\$. Zmiana retoryki Komitetu jest prawdopodobnie dość blisko, ale raczej nie wystarczy, aby pozwolić na dalsze umocnienie dolara. Retoryka Fed w tym tygodniu i EBC w zeszłym sugeruje również dalsze umocnienie na bazowych rynkach długu.

## Kalendarz makroekonomiczny

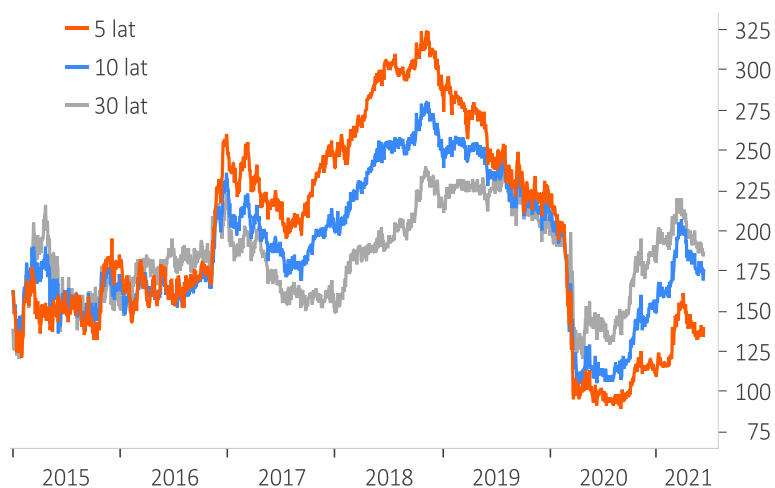
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
15 VI	Polska	10:00	CPI r/r	V	4,8%	4,8%	4,3%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	V	-0,5%	-0,4%	0,0%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	V	0,7%	0,6%	0,7%
16 VI	Polska	14:00	Inflacja bazowa r/r	V	4,0%	4,1%	3,9%
	USA	20:00	Posiedzenie FOMC		b.z.	b.z.	b.z.
18 VI	Polska	10:00	Zatrudnienie r/r	V	2,5%	2,4%	0,9%
			Wynagrodzenia r/r	V	10,0%	10,2%	9,9%

# Rynki walutowe – Fed nie wesprze spadku €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

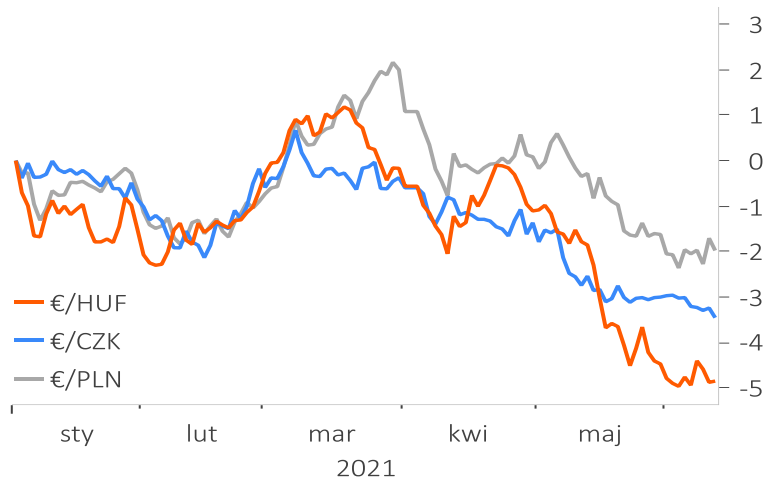


## €/US\$:

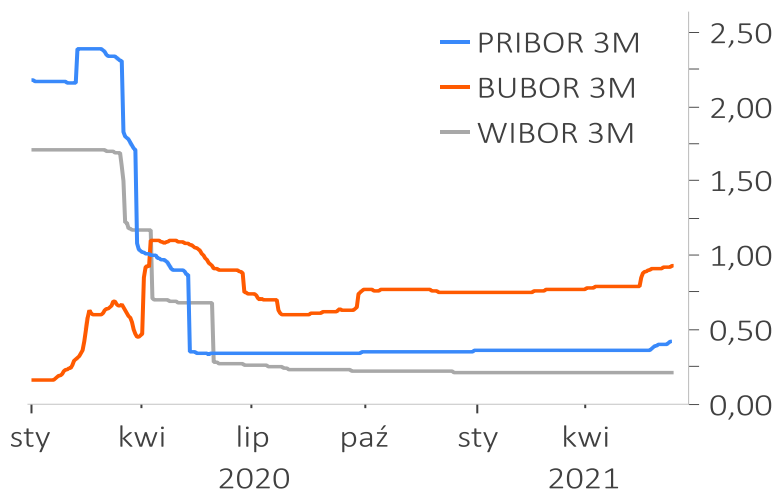
- Kurs €/US\$ pod koniec ubiegłego tygodnia dotarł do niebezpiecznie niskich poziomów. Poniżej 1,21 są prawdopodobnie istotne stop loss z pozycji na wzrost pary otwieranych w maju. Ich uruchomienie mogłoby zepchnąć kurs nawet do 1,20.
- Od strony fundamentalnej za ruchem stoi prawdopodobnie łagodna retoryka podczas zesłotygodniowego posiedzenia EBC. Dlatego tak ważne w tym tygodniu są dane z USA i posiedzenie Fed. Do środy nie wykluczamy zejścia pary do około 1,2070. W drugiej połowie tygodnia bardziej prawdopodobny jest jednak dalszy wzrost pary ponad kluczowy poziom 1,2030.
- W 2 poł 21 spodziewamy się dalszego wzrostu pary €/US\$. Na koniec roku kurs może dotrzeć nawet do 1,25-27. Przed nami istotne ożywienie koniunktury globalnie, zwłaszcza w UE dzięki Funduszowi Odbudowy i znoszeniu restrykcji związanych z Covid-19. W naszej ocenie będzie to skłaniać do przenoszenia kapitałów z USA do gospodarek wschodzących i presji na osłabienie dolara.
- Przeciw amerykańskiej walucie przemawia też polityka gospodarcza w USA. Duży impuls fiskalny w tym roku najprawdopodobniej zaowocuje dalszym pogłębieniem deficytu handlowego, podczas gdy strefa euro utrzymuje nadwyżkę. Nakładają się na to obawy przed zmianami w podatkach, szczególnie niekorzystne dla firm i inwestorów. Może to dodatkowo skłaniać od ucieczki kapitałów poza USA.

# Rynki walutowe – Polityka NBP ciąży złotemu.

## Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



## Stopy procentowe – porównanie CEE

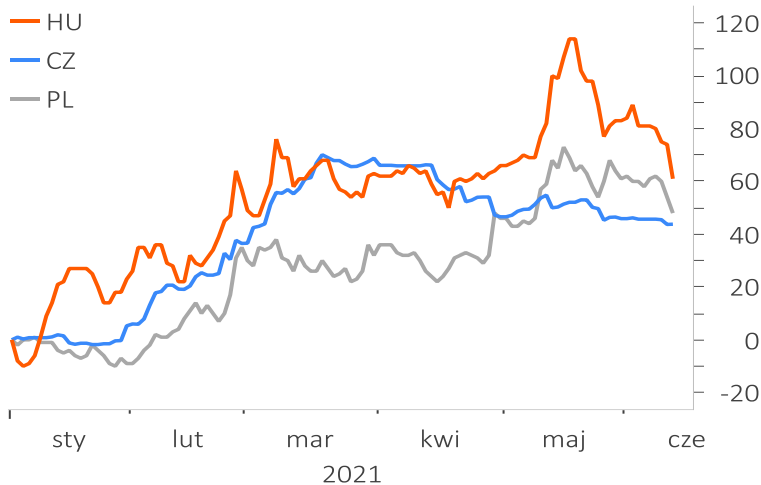


## €/PLN:

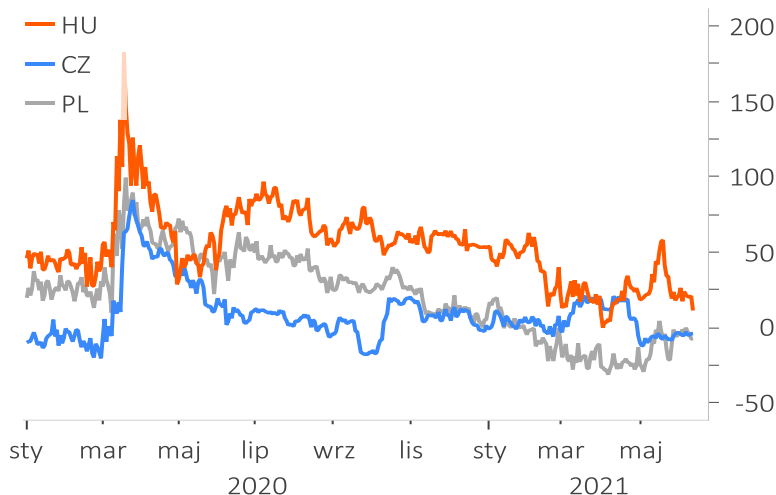
- Inwestorzy liczący na szybkie podwyżki stóp w Polsce rozczarowali się po zesłotygodniowym posiedzeniu RPP i konferencji prezesa Glapińskiego. Pogarsza to krótkoterminowe perspektywy złotego, zwłaszcza, że na początku tego tygodnia może dojść do dalszego umocnienia dolara. Tym niemniej komentarze z RPP potwierdzają, że Rada nie jest jednomyślna co do utrzymania płaskich stóp. Spodziewamy się też, że po posiedzeniu Fed presja na umocnienie dolara osłabnie. Dlatego pod koniec tygodnia para €/PLN powinna wrócić co najmniej do 4,48.
- Na przełomie kwartału dość prawdopodobne jest zejście pary €/PLN do okolic 4,43, czyli poziomów przy których NBP rozpoczął interwencje przeciw złotemu w grudniu 2020. PLN wspierają mocne fundamenty krajowe, jak nadwyżka handlowa, ale w istotnym stopniu kompensuje to łagodne nastawienie NBP. Rynek najprawdopodobniej nadal będzie też wyceniać podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku z uwagi na wysoką inflację. W naszej ocenie do końca roku para dotrze do około 4,40. Oczekujemy poprawy popytu na waluty naszego regionu wraz z powrotem dolara do osłabienia. Narastająca presja inflacyjna (CPI powyżej 5% r/r pod koniec roku) będzie też podtrzymywać oczekiwania na cały cykl podwyżek stóp.
- Pewnym ryzykiem pozostaje temat kredytów frankowych. Rynek może przypomnieć sobie o tym problemie kiedy 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.

# Rynek długu – Dłazsze umocnienie SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

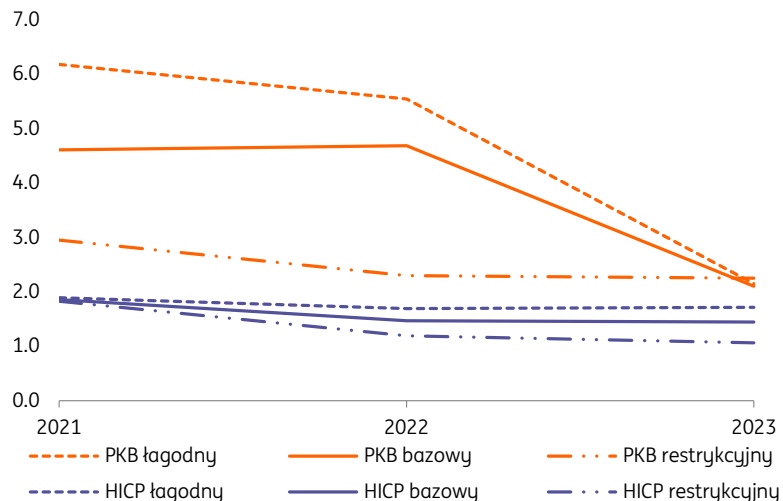


## POLGBs:

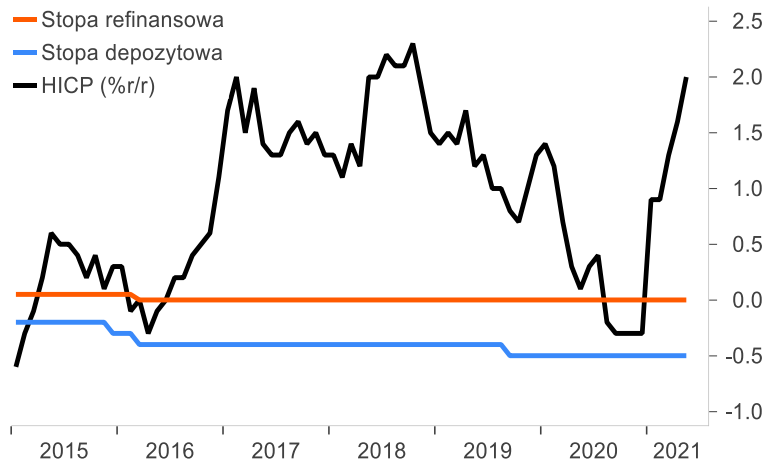
- W tym tygodniu oczekujemy dalszego umocnienia na krajowym rynku długu. Udana aukcja zamiany z piątku, i spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP powinny wspierać zejście złotych stawek IRS oraz popyt na dług. Wypowiedź prezesa A.Głapińskiego podczas piątkowej konferencji sugeruje też, że NBP nadal będzie skupować SPW, a podczas ostatniej aukcji nie zaakceptował zawyżonych cen oferowanych przez banki. Nakłada się na to utrzymanie łagodnego nastawienia przez EBC mimo podwyższonej inflacji. Podobnego nastawienia spodziewamy się w tym tygodniu od Fed.
- Umocnienie SPW oraz spadek złotych stawek IRS traktujemy jednak jako przejściowe. Komentarze z RPP z początku tego tygodnia potwierdzają nasze przypuszczenia, że Rada nie jest jednomyślna co do scenariusza płaskich stóp. Co więcej według naszych szacunków po przejściowym spadku inflacji w 3kw, pod koniec roku ryzyko jej wzrostu ponad 5% r/r jest bardzo wysokie. Dlatego nadal dość prawdopodobnym scenariuszem jest rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp przez RPP jeszcze w tym roku.
- Co więcej, po wakacjach istotnie podniesie się podaż obligacji na rynkach bazowych, na sfinansowanie programów socjalnych. Prawdopodobnie doprowadzi to do wzrostów rentowności np. Bunda i w ślad za nim POLGBs. W tym kierunku powinno także oddziaływać odbicie koniunktury w strefie euro na przełomie roku. Napływ środków z Funduszu Odbudowy i znoszenie obostrzeń związanych z Covid-19 powinno doprowadzić do istotnego wzrostu aktywności w Europie.

# Uporczywie niska inflacja HICP w scenariuszach EBC.

## Scenariusze EBC dla PKB i inflacji HICP



## Inflacja w strefie euro i stopy procentowe EBC



- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Prezesów EBC utrzymała na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stopy procentowe oraz zwiększone tempo skupu aktywów z PEPP w najbliższym kwartale. Skup w ramach APP nadal prowadzony będzie w tempie €20mld miesięcznie.
- Posiedzeniu EBC towarzyszyła rewizja prognoz. Bazowa prognoza to obecnie wzrost PKB strefy euro w 2021 o 4,6%/r (4,0% w projekcji marcowej), w 2022 o 4,7% (4,1% w marcu), a w 2023 o 2,1%, tj. tyle co w marcowej projekcji. Wyższej ścieżce PKB ma towarzyszyć nieco szybsze tempo inflacji HICP, 1,9%/r w 2021 (1,5% w projekcji marcowej), 1,5% w 2022 (wobec 1,2% z marca) i 1,4% w 2023, czyli na poziomie z marca. Wyższe prognozy to efekt spodziewanego silniejszego odbicia gospodarki w 2pół21 w związku z postępowaniem szczepień, co pozwala na łagodzenie restrykcji.
- Z uwagi na wciąż dużą niepewność co do przebiegu pandemii eksperci EBC przygotowali alternatywne scenariusze makro. Różnice w prognozowanym tempie PKB są w nich dość duże sięgające 3,2pp. Niezależnie jednak od scenariusza PKB prognozy dla CPI nie przekraczają 2%/r, a różnice między scenariuszami 0.7pp w ostatnim roku prognoz.
- Zdaniem C.Lagarde jest obecnie zbyt wcześnie na wygaszanie wsparcia Banku dla gospodarki. Projekcja HICP poniżej 2% nie daje wg niej podstaw nawet do rozpoczęcia dyskusji o taperingu.
- Napływ twardych danych potwierdzających trwałość ożywienia strefy euro może zmienić nastawienie EBC. Uważamy, że już na wrześniowym posiedzeniu Rada Prezesów może zacząć rozmowy o redukcji QE. Dopóki jednak nie zobaczymy wyższych prognoz HICP, tapering EBC będzie raczej zmianą struktury skupu w ramach PEPP i APP

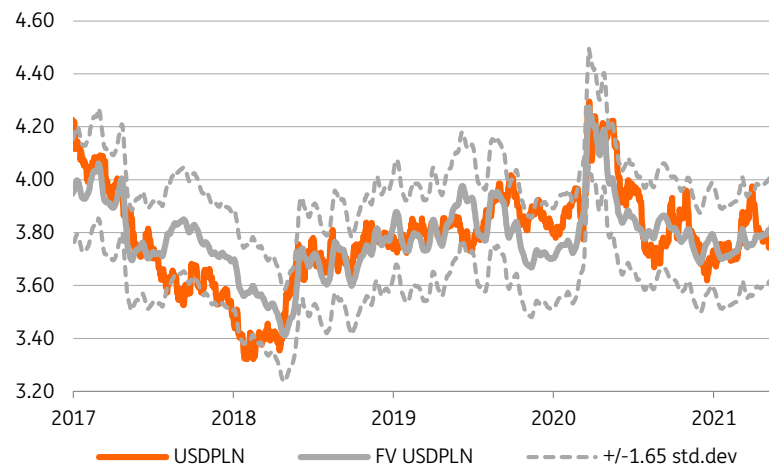
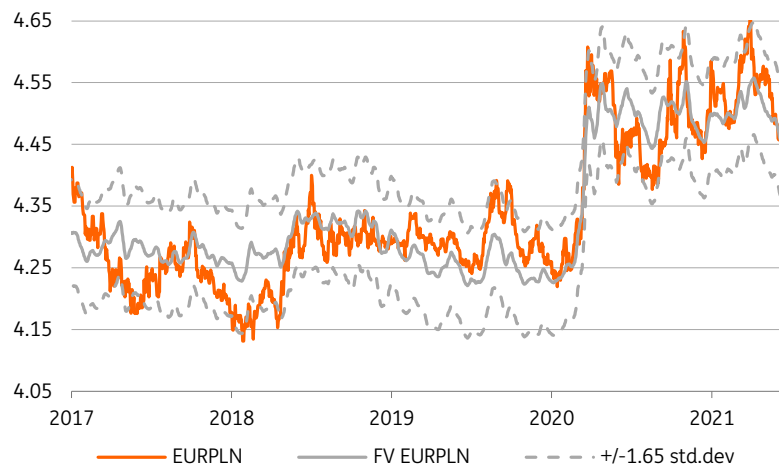
# Prognozy walutowe

## 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	3.63	3.59	3.54	3.51	3.47	3.44	3.53	3.63	3.74	3.70	3.66	3.62
€/PLN	4.47	4.45	4.43	4.42	4.41	4.40	4.40	4.41	4.41	4.41	4.41	4.42
CHF/PLN	4.04	4.00	3.96	3.91	3.87	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.84	3.84
GBP/PLN	5.26	5.24	5.21	5.20	5.19	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. Niedopasowanie znów wzrosło z uwagi na umocnienie SPW wraz ze spadkiem oczekiwań na podwyżki stóp RPP.



## 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.