

Tygodnik ING

Banki centralne skupione na inflacji. NBP i ECB włączają się w wojny walutowe, a więc walkę o umocnienie kursu.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

14 marca 2022



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



W skrócie.

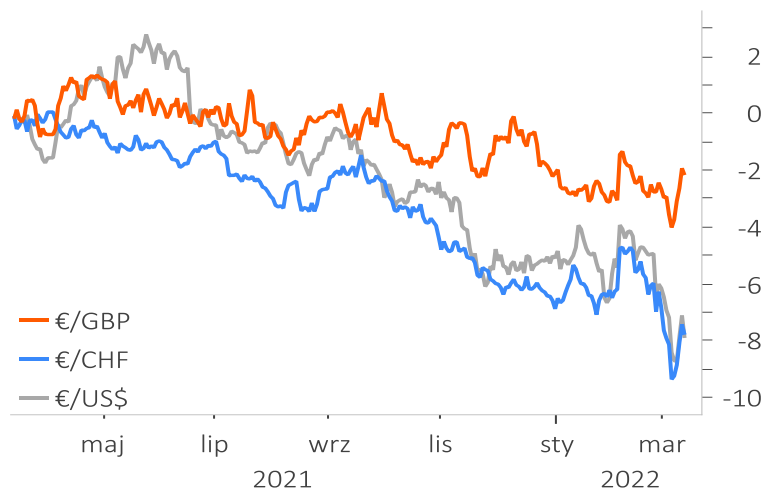
- Kluczowym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Fed w środę i spodziewana podwyżka stóp procentowych o 25pb, po raz pierwszy od 2018 roku. Oczekiwania na bardziej agresywną podwyżkę osłabił wybuch wojny na Ukrainie (25pb zamiast 50pb) i jego konsekwencje dla gospodarki światowej. Sama decyzja (podwyżka o 25pb) nie będzie budziła kontrowersji, punktem uwagi są nowe prognozy stóp członków FOMC (dot plot), dotychczasowe to 3 podwyżki w 2022, obecnie rynek (i my) spodziewa się 6 podwyżek.
- W połowie tygodnia poznamy dane o sprzedaży detalicznej w USA w lutym (konsensus 0,4% m/m, poprzednio 3,8%), a w czwartek dane o produkcji przemysłowej (konsensus 0,5% m/m, poprzednio 1,4%). W czwartek spodziewany jest odczyt inflacji CPI w strefie 5,8% r/r w lutym, podobnie jak w styczniu.

Kalendarz makroekonomiczny

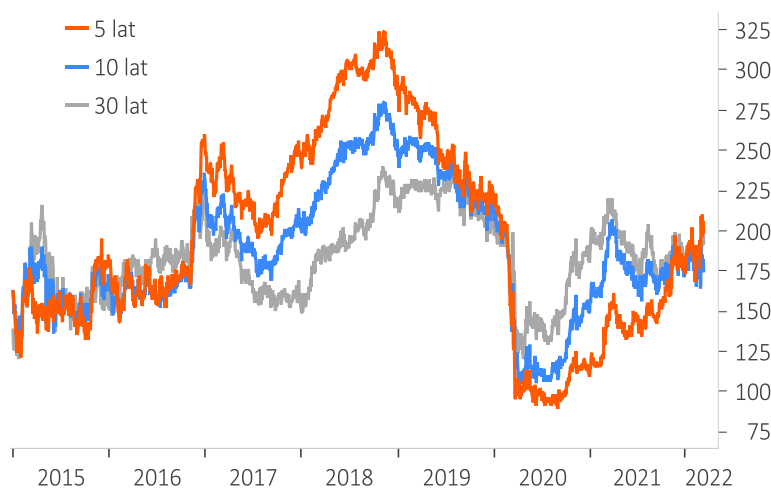
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
15 III	Polska	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	II	9,3%	9,3%	8,6%
	Niemcy	11:00	Wskaźnik ZEW	III	-	-23pkt.	-8,1pkt.
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	I	2,5%	-0,4%	1,6%
	USA	13:30	PPI r/r	II	-	9,1%	9,7%
16 III	USA	13:30	Sprzedaż detaliczna m/m	II	0,0%	0,6%	3,8%
	Polska	14:00	Inflacja bazowa r/r	II	-	5,1%	5,3%
			Bilans obrotów bieżących	I	-€1400mln	-€943mln	-€1863mln
	USA	19:00	Decyzja FOMC		+25pb	+25pb	b.z.
17 III	Strefa euro	11:00	HICP r/r	II	-	5,8%	5,8%
			Inflacja bazowa r/r	II	-	2,5%	2,9%
	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		+25pb	+25pb	b.z.
	USA	14:15	Produkcja przemysłowa m/m	II	0,6%	0,5%	1,4%
18 III	Polska	10:00	Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	II	2,2%	2,2%	2,3%
			Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	II	10,0%	9,9%	9,5%
			Produkcja przemysłowa r/r	II	18,0%	15,2%	19,2%

Rynki walutowe – €/US\$ w trendzie bocznym.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

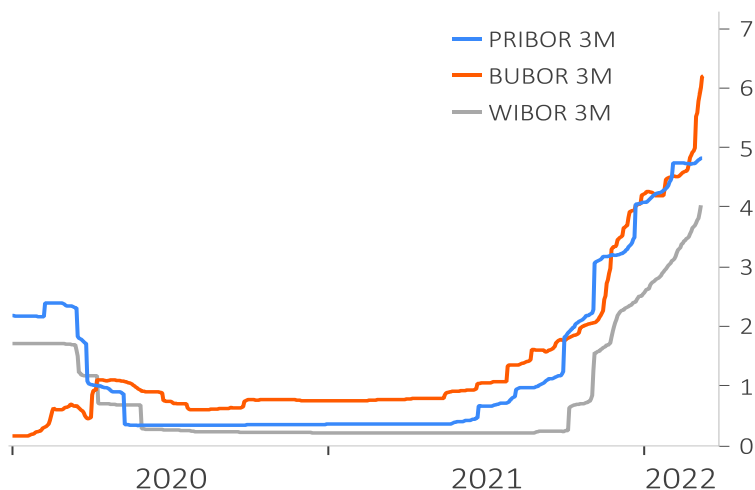
- W ubiegłym tygodniu doszło do stabilizacji na rynkach po okresie paniki wywołanej agresją Rosji na Ukrainę, sankcjami, czy wysokimi cenami surowców energetycznych. Optymizm budowały też informacje o pewnym łagodzeniu stanowiska negocjacyjnego zarówno Rosji, jak i Ukrainy, co dało nadzieje na nieodległy koniec wojny. W efekcie kurs €/US\$ z 1,0850 przejściowo dotarł do 1,11, ale w piątek wrócił do 1,09.
- Rynki na razie zaadaptowały się do niepewności związanej z wojną na Ukrainie. Dlatego w większym stopniu uwagę inwestorów w tym tygodniu powinny skupić dane i wydarzenia z głównych gospodarek. Podwyżka stóp Fed w tym tygodniu została w zasadzie zapowiedziana, więc o ile będzie to 25pb to raczej nie wpłynie mocno na wyceny aktywów. Większe znaczenie mogą mieć natomiast nowe projekcje, prawdopodobnie wzmacniające scenariusz dalszych podwyżek stóp. Oczekujemy raczej rozczarowania danymi z USA w tym tygodniu. Rozkład ryzyk sugeruje stabilizację pary €/US\$ w okolicach 1,09 w tym tygodniu.
- Nadal uważamy jednak, że kurs wróci do 1,12 gdy konflikt na Ukrainie będzie zbliżał się do końca. Według naszych szacunków dolar pozostaje istotnie mocniejszy niż sugeruje to sama różnica oczekiwanej ścieżki stóp między Fed i EBC. Zdziałał tu popyt na bezpieczne aktywa, tradycyjnie premijujący US\$ w czasach kryzysu. Od strony fundamentalnej podwyżki stóp w USA są już praktycznie w cenach. Jednocześnie rosnące oczekiwania na duży impuls fiskalny w UE wzmacniają też euro w długim okresie, wspierając oczekiwania na większą skalę podwyżek stóp EBC w przyszłości. Na razie nie zakładamy jednak, aby kurs €/US\$ miał w tym roku dotrzeć istotnie wyżej niż 1,12.

Rynki walutowe – stopniowe umocnienie złotego.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2021 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

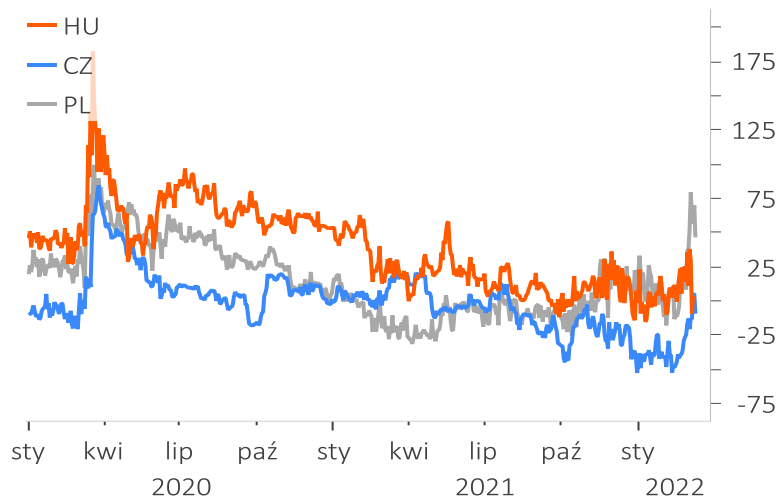
- Uspokojenie nastrojów na rynkach, mimo trwającej wojny na Ukrainie, pozwoliło na dość wyraźne umocnienie złotego w ubiegłym tygodniu. Po kilku próbach wyłamania się ponad 5,0 kurs €/PLN cofnął się do 4,80. Złotemu pomógł też dalszy wzrost oczekiwań na podwyżki NBP po konferencji prezesa NBP oraz stopniowe zbliżenie stanowisk Rosji i Ukrainy.
- Sytuacja geopolityczna prawdopodobnie pozostanie kluczowa dla zachowania złotego w tym tygodniu. Umocnienie PLN do forinta okazuje jednak, że oczekiwania na podwyżki stóp w coraz większym stopniu wspierają krajową walutę. W tym tygodniu spodziewamy się dalszego spadku pary €/PLN do około 4,70. Komentarze analityków sugerują pewne złagodzenie stanowiska negocjacyjnego Rosji i Ukrainy, wzmacniając nadzieje na nieodległy kompromis. Publikowane w tym tygodniu dane z kraju powinny też wspierać oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Czynnikiem ryzyka jest sytuacja przy wschodniej granicy Polski gdzie nastąpił atak raketowy oraz przypadająca na ten tydzień płatność rosyjskiego długu, która może potwierdzić czy kraj wchodzi w techniczny default, co mogłoby osłabić rubla i powstrzymać umocnienie PLN.
- Oczekujemy, że w 2kw22 dojdzie do umocnienia złotego. Spadek napięć geopolitycznych pokazuje, że polityka NBP jest wsparciem dla PLN już obecnie. Co więcej, pojawiają się komentarze mówiące o odblokowaniu KPO dla Polski, a rząd zabiega o pomoc finansową z USA i EU na przejęcie uchodźców. Zgodnie z zapowiedziami MF i NBP te środki zostaną wymienione na rynku (sprzedaż walut, kupno złotego). Dlatego powrót €/PLN nawet w pobliże 4,50 w kolejnym kwartale nie jest wykluczony.

Rynek długu – wzrost rentowności SPW trwa.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2020



Asset swapy 10L w CEE od 2020



POLGBs:

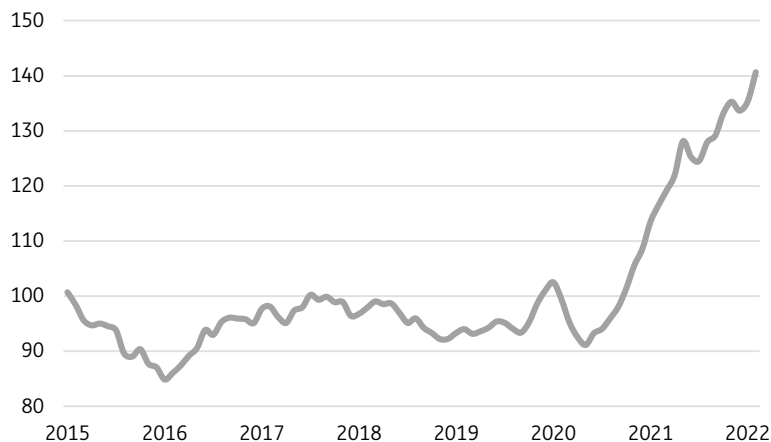
- W ubiegłym tygodniu na krajowym rynku długu oprócz czynników geopolitycznych kluczowa okazała się decyzja RPP i późniejsza konferencja prezesa Glapińskiego. Znaczący wzrost oczekiwań na docelowy poziom stóp w kraju, w połączeniu z sytuacją na rynkach bazowych, wywołał wzrosty rentowności SPW i spłaszczenie krzywej. Dochodowość 10latki podniosła się o 20pb, ale 2 latki o 50pb.
- Krótkoterminowo na krajowym rynku długu oczekujemy stabilizacji rentowności, rynek wycenia wysoki poziom stóp w 2022 roku (5.75-6%), obligacjom pomaga umocnienie PLN. Pewne uspokojenie sytuacji na światowych rynkach powinno sprzyjać kompresji asset swapów. To w dużym stopniu powinno skompensować rosnące oczekiwania na podwyżki stóp. W dalszej perspektywie umocnieniu polskiego długu będzie przeszkadzała wzrost dochodowości na rynkach bazowych, jak i publikowane w tym tygodniu dane z kraju, wzmacniając oczekiwania na podwyżki stóp NBP.
- W naszej ocenie wzrost rentowności potrwa także w 2kw22, w przyszłym kwartale dochodowości SPW powinny też osiągnąć tegoroczny szczyt. Wycenom SPW raczej nie pomoże sytuacja na rynkach bazowych. Przed nami duży impuls fiskalny na zbrojenia, energetykę, czy pomoc uchodźcom. Oczekujemy natomiast dalszej kompresji asset swapów, ale raczej nie wrócą one do poziomów sprzed wojny. Szacunkowe dane o deficycie finansów publicznych za ubiegły rok wypadły gorzej od oczekiwań i sugerują wysokie potrzeby pożyczkowe w 2022 i dalej. Dlatego kompresja ASW raczej nie skompensuje wyższych swapów.

Nowa funkcja reakcji banków centralnych w czasie wojny i szoku energetycznego

Ropa Brent, \$/pb



Indeks cen żywności FAO, pkt



Źródło: FAO, Bloomberg, ING.

- Wojna na Ukrainie przynosi rewizję w dół prognoz PKB, a w górę CPI, głównie w Europie. Ma rozległe konsekwencje dla 3 rynków surowców: energetycznych, żywności i metali. Po pandemii to kolejny czynnik wskazujący na wyższą globalną inflację. Najważniejsze argumentów za wyższą inflacją to: (1) odwrócenie globalizacji: silniejszy podział świata na Wschód-Zachód (wojny handlowe a teraz budowanie sojuszy Chiny-Rosja), zakłócenia w łańcuchach dostaw w czasie pandemii skłaniające do lokowania produkcji bliżej swoich granic (może u droższych wykonawców); (2) długoterminowo wysokie ceny surowców (wykluczenie dostaw z Rosji, konkurencja o gaz między Azją a Europą); (3) jeszcze szybsza dekarbonizacja, już nie tylko z powodów klimatycznych ale również geopolitycznych (uniezależnienie się od surowców z Rosji); (4) nowa fala stymulacji fiskalnej (w Europie około 1%PKB wyższe deficyty-wydatki na obronność, odejście od gazu, ochronę konsumentów przed skokiem cen energii i spadkiem wydatków). Dekada niskiej inflacji i stóp błyskawicznie się kończy.
- Posiedzenie NBP oraz ECB pokazują, że w warunkach długoterminowego zagrożenia inflacyjnego oraz nowego boomu fiskalnego banki centralne przyjmują nowe podejście. NBP zasygnalizował, że obecnie celuje z obniżanie inflacji i umocnienie kursu, a troska o PKB schodzi na dalszy plan. Z kolei ubiegłotygodniowe posiedzenie ECB także zaskoczyło jastrzębią retoryką. ECB przyspieszył koniec QE (w 3Q) oraz zapowiedział, że podwyżki stóp mogą nastąpić wkrótce po zakończeniu QE. Nowe podejście NBP i ECB pokazuje, że dzisiaj wojny walutowe to walka o jej umocnienie, aby ograniczyć inflację. Retoryka NBP może złagodzić gdy spadną obawy o kurs, ale obawiamy się, że utrwalenie wysokiej inflacji zmusi NBP do podwyżek w 2023-24 roku, naszym zdaniem docelowa stopa w Polsce to 5-10%.

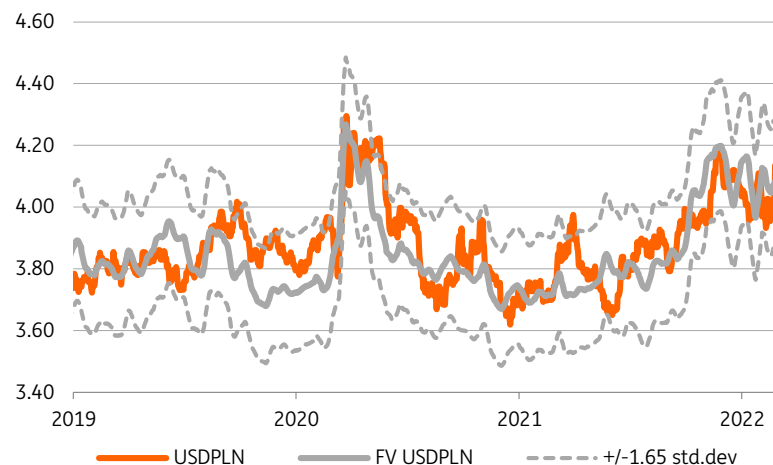
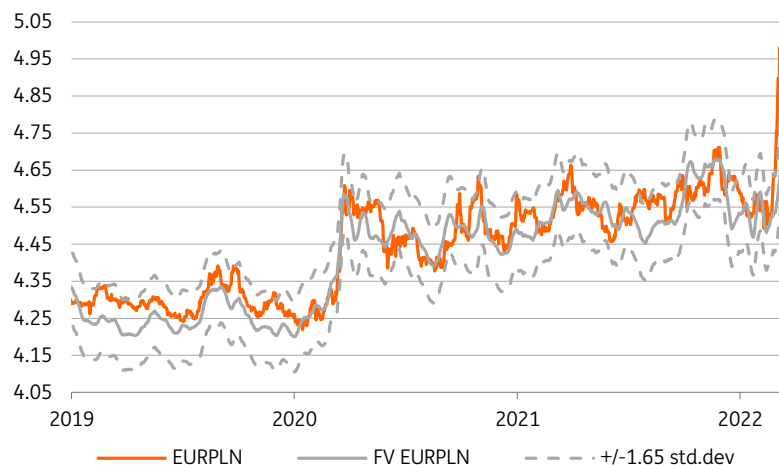
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23
US\$/PLN	4.17	4.12	4.06	4.05	4.04	4.04	4.02	4.00	3.98	3.99	4.01	3.93
€/PLN	4.67	4.61	4.55	4.54	4.53	4.52	4.51	4.51	4.50	4.53	4.57	4.48
CHF/PLN	4.43	4.36	4.29	4.28	4.27	4.26	4.23	4.20	4.17	4.14	4.12	3.99
GBP/PLN	5.65	5.60	5.55	5.54	5.52	5.51	5.46	5.41	5.36	5.39	5.43	5.32

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty mimo dużego umocnienia w połowie ubiegłego tygodnia pozostaje bardzo silnie niedowartościowany wobec euro i w mniejszym stopniu wobec dolara. Rozszerzenie asset swapów wskazuje, że inwestorzy widzą duże ryzyko geopolityczne. Kompensuje to jednak (przynajmniej wg wskazań modelu) silny wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP w relacji do oczekiwanego przez rynek umiarkowanego wzrostu stóp w strefie euro.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@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 znajdą 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.