

Tygodnik ING

Prognozy PKB w dół, a rentowności w górę. Docelowa stopa w USA może być wyższa niż 3%. W Polsce to 5-10% (część druga).

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

24 marca 2022



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



W skrócie.

- Wojna na Ukrainie będzie zapewne głównym czynnikiem wpływającym na nastroje inwestorów w tym tygodniu. W środę Prezydent USA J. Biden wziął udział w szczycie NATO w Brukseli, natomiast w czwartek i piątek odbędzie się szczyt UE. W piątek J. Biden ma złożyć wizytę w Polsce, nie ma w planach wizyty w ogarniętej wojną Ukrainie.
- Punktem uwagi w Europie są pierwsze dane pokazujące jak wojna na Ukrainie, dalsze zakłócenia w łańcuchach dostaw (w tym surowców, ale też szlaków z Azji), skok cen surowców i sankcje nakładane na Rosję, wpłynęły na firmy w Eurolandzie. Marcowe PMI ze strefy euro i Wielkiej Brytanii (publikacja w czwartek, PMI z przemysłu w Niemczech już w środę) nastąpią po mocnych danych wyraźnie powyżej 50pkt w lutym. W piątek poznamy marcowy odczyt wskaźnika Ifo dla Niemiec. Widzimy istotne ryzyko, że dane o koniunkturze okażą się gorsze niż sugeruje to już dość pesymistyczny konsensus.
- W USA punktem uwagi są liczne wystąpienia przedstawicieli Fed, spodziewamy jest jastrzębi ton. Punktem uwagi będą sugestie odnośnie kolejnych podwyżek. Komentarze z początku tygodnia sugerują, że Fed dostarczy raczej podwyżek o 50pb w maju i czerwcu, ważne będą też uwagi dotyczące tempa zmniejszania bilansu Fed. Z danych dla USA poznamy PMI w przemyśle i usługach. Dla USA większym zagrożeniem dla wzrostu jest inflacja i gotowość Fed do walki z tym zjawiskiem (nawet kosztem spadku tempa PKB poniżej potencjalnego) oraz korekta na giełdach, niż bezpośredni wpływ wojny.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
24 III	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo	III	-	56,0pkt.	58,4pkt.
			PMI - usługi	III	-	54,0pkt.	55,8pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo	III	-	56,0pkt.	58,2pkt.
			PMI - usługi	III	-	54,1pkt.	55,5pkt.
25 III	Niemcy	10:00	Wskaźnik koniunktury IFO	III	-	96,2pkt.	98,6pkt.
	USA	15:00	Wskaźnik nastrojów konsumenckich	III	-	59,7pkt.	59,7pkt.

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

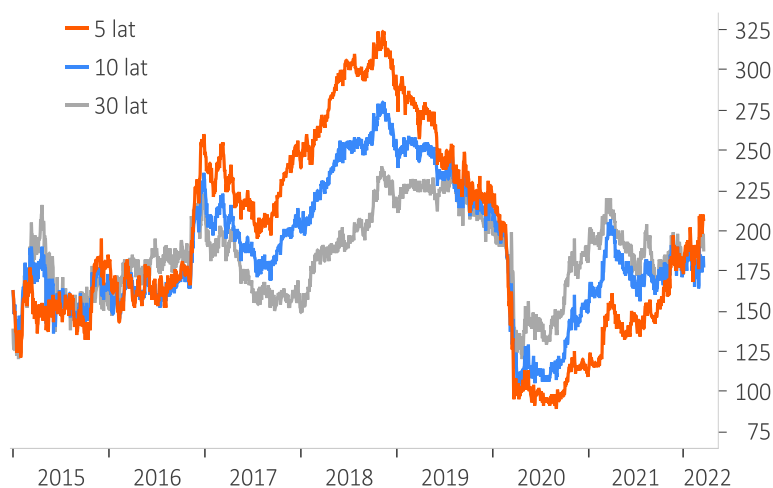
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

- Ubiegły tydzień przyniósł stabilizację na rynkach. Na jego początku trwało odreagowanie po okresie paniki wywołanym rosyjską agresją. Pod koniec tygodnia nastroje na rynkach nieco się jednak pogorszyły, prawdopodobnie wobec spadku optymizmu co do powodzenia rozmów pokojowych. W skali tygodnia kurs €/US\$ wzrósł z 1,09 do 1,1050.
- W tym tygodniu poznamy marcowe dane o koniunkturze ze strefy euro (PMI, IFO). Poznamy więc siłę pierwszego uderzenia wojny w europejską gospodarkę. Widzimy istotne ryzyko, że wpływ walk był większy niż sugeruje to konsensus prognoz. Komentarze Fed jakie poznaliśmy w tym tygodniu były jastrzębie i wskazują na podwyżki o 50pb w maju i czerwcu. Z drugiej strony rynki oswajają się z wojną i sankcjami, co ogranicza popyt na bezpieczne aktywa. Dlatego liczymy raczej na stabilizację kursu €/US\$ przy 1,10.
- Widzimy rosnące ryzyka dla naszej prognozy zakładającej powrót €/US\$ do około 1,12 w kolejnych miesiącach 2022. Co prawda ten poziom odpowiada różnicy w oczekiwanej ścieżce stóp Fed i EBC. Dodatkowo panika na rynkach stopniowo znika, co sugeruje powrót €/US\$ do poziomów fundamentalnych. Jednak naszym zdaniem rośnie prawdopodobieństwo scenariusza mocnego dolara z początku lat 80-tych, kiedy Fed postanowił zapanować nad inflacją nawet kosztem dobrej koniunktury, co przyniosło okres bardzo mocnego dolara. Podobne sygnały wysyła obecnie, tj. małe zaniepokojenie perspektywami PKB, większe obawy dotyczą długoterminowej inflacji, co znajduje odzwierciedlenie w zapowiedziach podwyżek stóp ponad poziom neutralny, pomimo korekt w dół prognoz PKB większych od oczekiwań.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

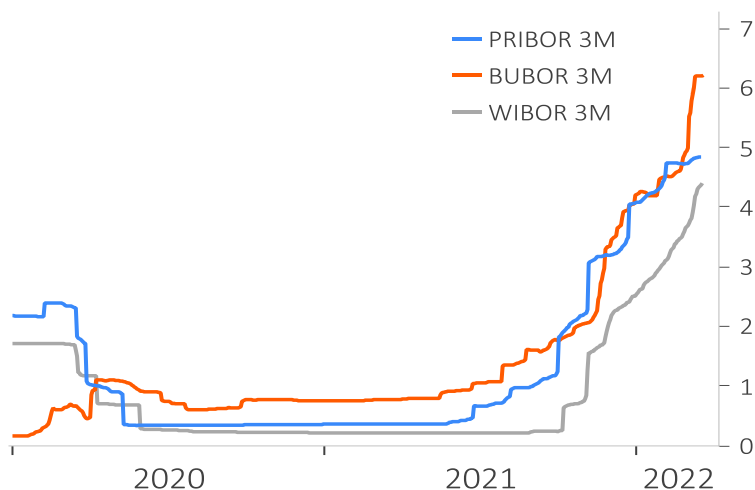


Rynki walutowe – dalsza aprecjacja PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE



€/PLN:

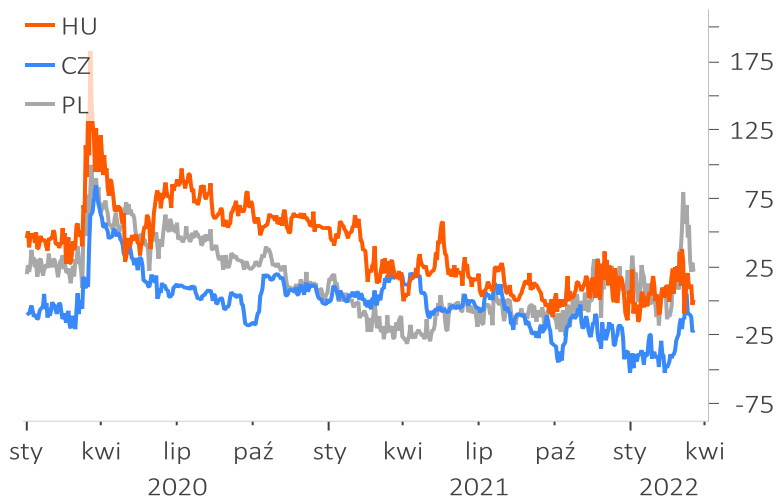
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy dalsze umocnienie złotego i innych walut CEE. Skala ruchu jednak wyhamowała, np. para €/PLN spadła z niecałych 4,80 na blisko 4,70. Widać to było szczególnie pod koniec tygodnia, gdy znów osłabły nadzieje na powodzenie rozmów pokojowych Rosji i Ukrainy.
- Wraz z początkiem tego tygodnia kursu €/PLN powrócił poniżej 4,70. Banki centralne Węgier i Czech zapowiadają dalsze szybkie podwyżki stóp, co wspiera waluty CEE. Dostępne dane potwierdzają ciągle silną koniunkturę w kraju przed wojną. Po rozpoczęciu walk popyt wewnętrzny w Polsce wzmocni z kolei napływ uchodźców. To z kolei wspiera scenariusz relatywnie silnego (szczególnie na czasy konfliktu na Wschodzie) wzrostu PKB, ale przy wysokiej inflacji. To otoczenie uzasadniające dalszy wzrost oczekiwań na podwyżki stóp NBP.
- Zniknął też, przynajmniej na razie, czynnik ryzyka w postaci technicznego defaultu Rosji. Duże płatności zagraniczne Rosja musi obsłużyć pod koniec miesiąca i na początku kwietnia. Wg doniesień medialnych Rosja opłaciła swoje zobowiązania zgodnie z warunkami, w dolarach.
- Oczekujemy, że spadek pary €/PLN potrwa także w kolejnych tygodniach. Widzimy dość duże szanse, że w 2kw22 kurs zbliży się nawet do 4,50. Ostatnie komentarze dają nadzieje na napływ pomocy finansowej na przyjęcie uchodźców z Ukrainy. Zgodnie z zapowiedziami MF i NBP te środki zostaną wymienione na rynku (sprzedaż walut, kupno złotego). Nakłada się na to scenariusz szybszych podwyżek stóp NBP. Wciąż jednak możliwe są liczne zwroty akcji na froncie i w negocjacjach Rosji z Ukrainą.

Rynek długu – dalszy wzrost rentowności SPW w 2kw22.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

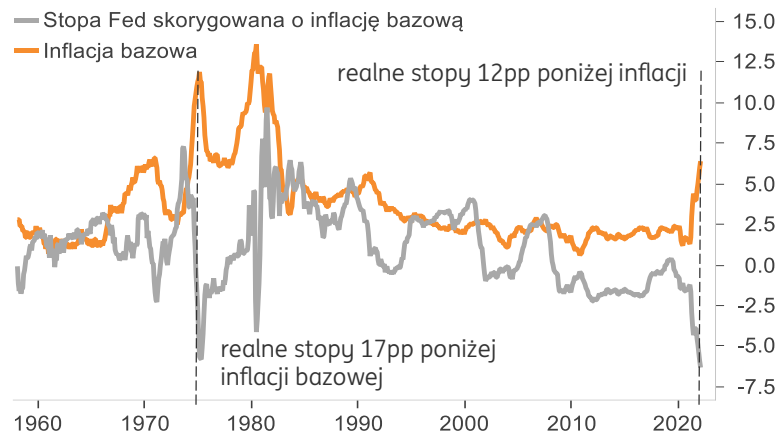


POLGBs:

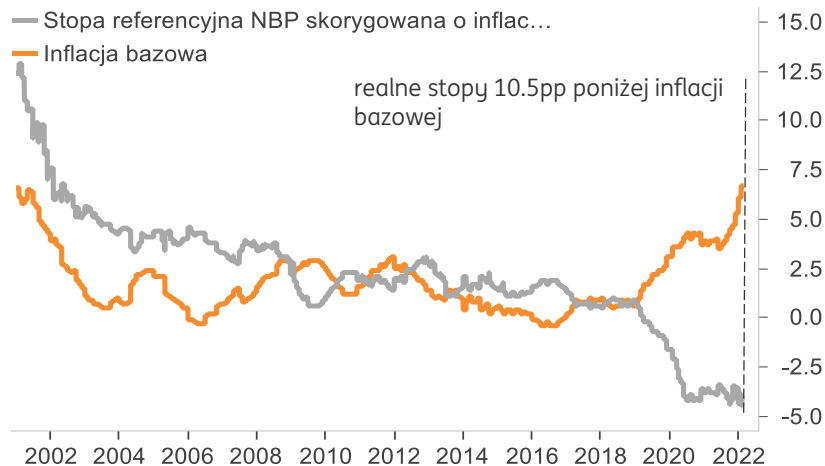
- W ubiegłym tygodniu na krajowym rynku długu obserwowaliśmy spore spadki rentowności, zwłaszcza na środku krzywej. Spadek paniki na rynkach pozwolił na duże zawężenie asset swapów (ponad 20pb na długim końcu). Spowolnił też wzrost oczekiwań na podwyżki stóp NBP mimo mocnych danych z kraju w piątek. Pomogło w tym m.in. wyhamowanie wzrostów rentowności na rynkach bazowych.
- W tym tygodniu widzimy nową falę wyprzedaży na rynkach długu krajów rozwiniętych i polskim. Rosną oczekiwania odnośnie docelowego poziomu stóp w USA, Eurolandzie, Polsce, Węgrzech i Czechach (patrz następny slajd makro). W drugiej połowie tygodnia wyhamować powinny wzrosty rentowności na rynkach bazowych, szczególnie w Europie, np. za sprawą danych o koniunkturze w strefie euro za marzec.
- Oczekujemy, że rentowności SPW będą rosnąć w kolejnych tygodniach. Ostatnie zaskoczenia inflacją sugerują, że średnioroczny CPI w tym roku będzie dwucyfrowy, mimo tarcz antyinflacyjnych. Europę czeka duży impuls fiskalny na zbrojenia, czy odejście od rosyjskich źródeł energii. W kraju dodatkowo pojawią się koszty utrzymania uchodźców. To oznacza utrzymanie wysokiej inflacji na długo. Dlatego naszym zdaniem wyceniany przez rynek docelowy poziom stóp NBP jeszcze wzrośnie. Spadną natomiast oczekiwania na szybkie obniżki stóp po jego osiągnięciu. Nie podzielamy wycenianego przez krzywą dochodowości spadku stóp w 2023 roku. Oczekujemy silnego impulsu fiskalnego oraz odblokowania KPO, te czynniki będą wspierać PKB, inflacja będzie wciąż wysoka, więc NBP będzie kontynuował zacieśnienie.

PKB w dół, stopy rynkowe w górę. Docelowa stopa w USA może być wyższa niż 3%. W Polsce to 5-10% (część druga).

Różnica inflacja bazowa vs stopy realne: dzisiaj 12% vs 17% w 75'



Polska: Różnica inflacja bazowa vs stopy realne



Źródło: Blanchard, Macrobond, ING Bank Śląski.

- W ub. tygodniu pisaliśmy, że wojna na Ukrainie spowodowała rewizję prognoz PKB w dół, inflacji w górę, a banki centralne redefiniują funkcje reakcji-celują w obniżenie inflacji i umocnienie kursów, mniej dbają o PKB. Takie sygnały popłynęły z NBP i ECB, Fed, w tym tygodniu Węgier i Czech.
- Trwa dalsza rewizja prognoz PKB w dół na 2022 rok: obniżyliśmy naszą prognozę PKB dla Polski o 1.3pp, ECB obniżył swoje oczekiwania o 0.5pp, konsensus zakłada nawet 1-1,5pp, Fed dla USA aż o 1pp, wczoraj NBH podobnie dla Węgier. Ale jednocześnie rosną oczekiwania na podwyżki stóp, co istotne także długoterminowych, stąd skok rentowności długich obligacji w US\$, € i PLN.
- Od czasu kiedy pisaliśmy, że napad Rosji na Ukrainę ma rozległe konsekwencje dla 3 rynków surowców, cena ropy Brent skoczyła o 20%. Wojna wzmacnia czynniki strukturalne wskazujące na długoterminowo wyższą inflację globalną (pisaliśmy o tym przed tygodniem). Sytuacja szybko zbliżyła się do tej z lat 70-tych, chociaż wciąż istnieją duże różnice.
- Dzisiaj rozbieżność inflacji bazowej w USA oraz realnych stóp Fed osiągnęła 2/3 tego co w latach 70-tych (wykres). Wówczas Fed długo ociągał się z podwyżkami, ostatecznie podniósł stopy aż o 13pp. 2/3 z 13% to 9%, ale naszym zdaniem istnieją fundamentalne różnice wskazujące, że dzisiaj Fed nie podniesie tak bardzo stóp: (1) globalny dług (rządowy i prywatny) to 260%PKB, w latach 70-tych >100% PKB, (2) banki centralne dzisiaj chcą działać z wyprzedzeniem, (3) mają za sobą historię niskiej inflacji, to zmniejsza ryzyko spirali płacowo-cenowej. Wciąż jednak skok stóp w USA do 3% (tyle wycenia rynek) to za mało. W Polsce, prezes NBP zadeklarował, że RPP będzie jastrzębia. Jeżeli nastawienie Rady będzie podobne do tego z lat 2010-16, to docelowa stopa to około 7,5%, w 2023-24.

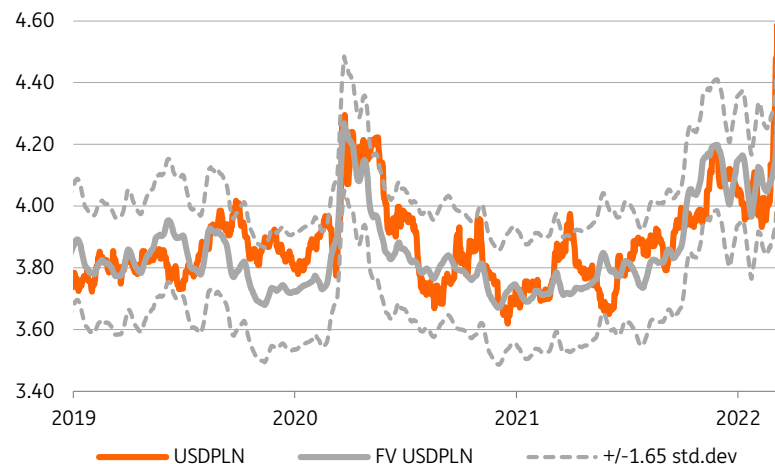
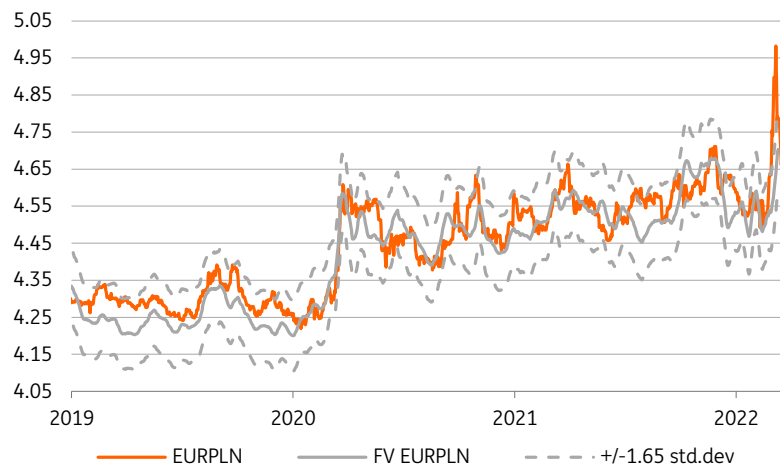
Prognozy walutowe.

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	4.21	4.13	4.05	4.04	4.04	4.03	4.01	3.99	3.97	3.99	4.01	3.91
€/PLN	4.63	4.58	4.54	4.53	4.52	4.51	4.50	4.50	4.49	4.53	4.57	4.46
CHF/PLN	4.45	4.37	4.28	4.27	4.26	4.25	4.22	4.19	4.16	4.14	4.12	3.97
GBP/PLN	5.60	5.57	5.54	5.52	5.51	5.50	5.45	5.40	5.35	5.39	5.43	5.29

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego, zarówno wobec dolara, jak i euro, wyraźnie spadło od szczytowego okresu napięć wywołanego rosyjską agresją. Nadal jednak według naszych szacunków silne oczekiwania na wzrost stóp procentowych w Polsce uzasadniają dalsze umocnienie złotego wobec euro i dolara. Modele sugerują też pole do zawężenia asset swapów, choć same rentowności obligacji mogą jeszcze rosnąć.



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 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.