

# Tygodnik ING

Dwucyfrowa CPI w kraju mimo tarcz antyinflacyjnych.  
Rynki finansowe grają strukturalne przesunięcie stop docelowych  
w górę.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

28 marca 2022



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



# W skrócie.

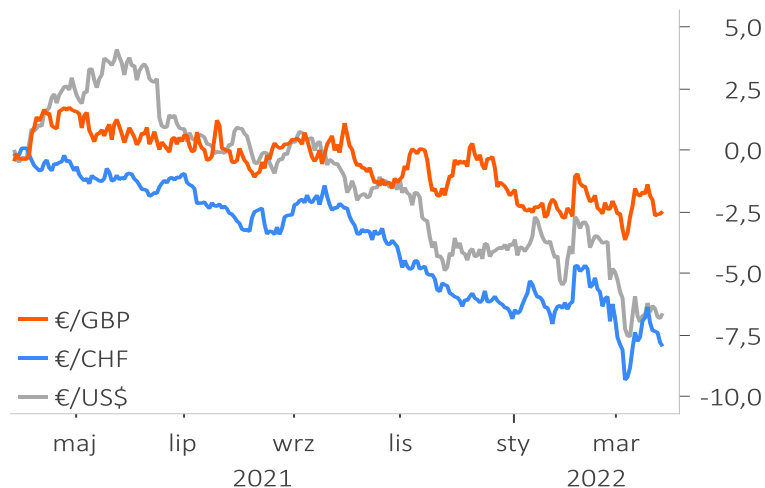
- W centrum uwagi w tym tygodniu będzie czwartkowe posiedzenie OPEC+ i dane makro ze strefy euro i USA w piątek. Kartel naftowy przedstawi informacje o planach podaży na maj. Poprzednie spotkanie na początku marca nie przyniosło żadnych decyzji odnośnie wydobycia ropy po wybuchu wojny na Ukrainie. Od początku rosyjskiej inwazji ceny ropy Brent za baryłkę wzrosły o około \$20 i podlegają silnym wahaniom, dziś rano spadły do \$110 za baryłkę ze \$114 na piątkowym zamknięciu.
- W piątek zostaną opublikowane dane o inflacji za marzec w strefie euro (konsensus 6,5%/r po 5,9% w lutym). W piątek poznamy kondycję amerykańskiego rynku pracy w marcu (payrolls). Nasza prognoza przewiduje, że powstało 500tys. nowych miejsc pracy, po prawie 678tys. w lutym, konsensus zakłada 475tys. W USA na jednego bezrobotnego przypadają 2 oferty pracy, co wspiera relatywnie wysoką dynamikę płac. Dzień wcześniej poznamy również inflację bazową PCE w USA – nasza prognoza 5,5%/r, po 5,2% w lutym, jest zbieżna z konsensem. Całokształt danych powinien wspierać scenariusz podwyżek o 125pb w 2022 roku, w tym dwukrotnie po 50pb w maju i czerwcu. Krzywa w EUR wycenia jedynie wzrost stóp do 1%, ale
- Z krajowej gospodarki w piątek poznamy indeks PMI oraz szacunek inflacji CPI za marzec. Prognozujemy, że wskaźnik PMI obniżył się do 53,3 z 54,7 w lutym (konsensus: 53,0). Umiarkowany spadek jest spójny ze wstępnymi wynikami PMI dla strefy euro, które już zostały opublikowane. Nasza prognoza marcowej inflacji za marzec będzie doprecyzowana w najbliższych dniach. Wstępne szacunki wskazują na wzrost cen konsumpcyjnych o ok. 10% r/r (mediana prognoz rynkowych: 9,8% r/r). Scenariusz solidnego wzrostu PKB i wysokiej inflacji oznacza dalsze podwyżki stóp NBP, prawdopodobnie ponad 6% w tym roku.

## Kalendarz makroekonomiczny

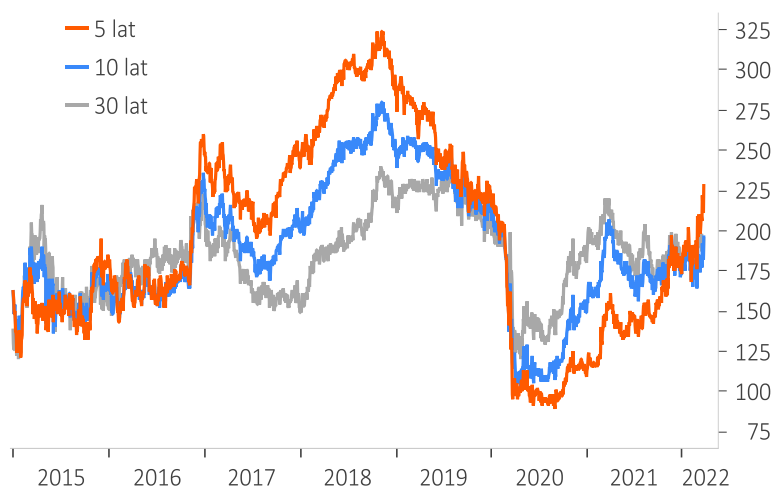
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
30 III	Niemcy	13:00	CPI r/r	III	6,3%	6,1%	5,1%
	USA	13:15	Zatr. w sekt. prywatnym ADP	III	450tys.	400tys.	475tys.
		13:30	PKB kw/kw SAAR	I kw.	7,1%	7,1%	7,0%
31 III			Szczyt OPEC+				
1 IV	Polska	9:00	PMI	III	53,2pkt.	-	54,7pkt.
	USA	13:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	III	500tys.	475tys.	654tys.
			Stopa bezrobocia	III	3,7%	3,7%	3,8%
			Wynagrodzenia r/r	III	-	5,5%	5,1%
		15:00	ISM - przetwórstwo	III	-	58,4pkt.	58,6pkt.

# Rynki walutowe – zejście €/US\$ nawet do 1,08.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

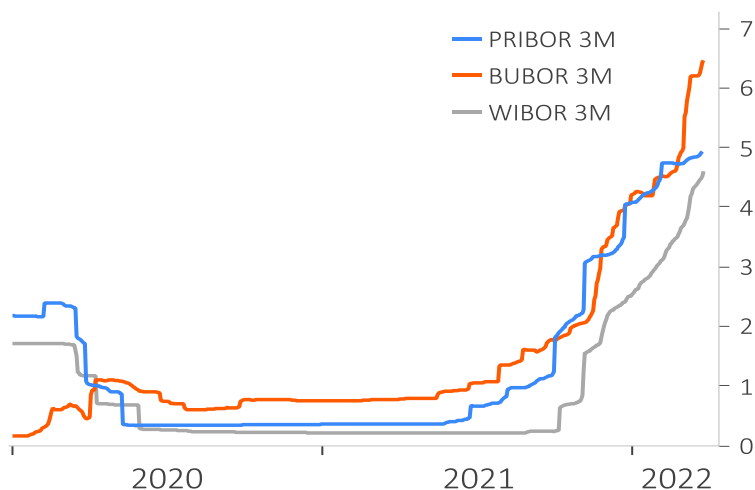
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ wahał się wokół 1,10. amerykańska waluta była względnie stabilna wobec euro chociaż oczekiwania na podwyżki stóp Fed wzrosły istotnie bardziej niż w przypadku EBC. Naszym zdaniem to efekt dalszej poprawy nastrojów na rynkach i mniejszego popytu na bezpieczne aktywa, w tym dolara.
- W tym tygodniu para €/US\$ powinna dotrzeć poniżej 1,09, nawet do 1,08. Spodziewamy się kolejnych udanych danych z amerykańskiej gospodarki w piątek, tym razem z rynku pracy (payrolls). Będzie to wspierać już obecnie mocne oczekiwania na dalsze podwyżki stóp Fed, w tym 50pb na posiedzeniu w maju i czerwcu. Nie zakładamy jednak aby para €/US\$ miała dotrzeć do dołków z początku miesiąca, gdyż popyt inwestorów na bezpieczne aktywa zdecydowanie osłabł.
- Ryzyka dla scenariusza odbicia €/US\$ w 2poł22 rosą. Wynika to ze stopniowej zmiany / zaostżenia retoryki Fed, w tym prawdopodobnie podwyżki o 50pb w maju. FOMC wysyła obecnie podobne sygnały jak w latach 80tych, gdy Komitet zdecydował się walczyć z inflacją nawet kosztem dobrej koniunktury. Bardziej jastrzębio komunikuje się również EBC, ale trudno zakładać, aby w dotkniętej konsekwencjami wojny Europie wzrost stóp miał być w najbliższych kwartałach nawet zbliżony do USA. Ciągłe trwają też walki na Ukrainie, co sugeruje, że mimo ostatniej poprawy nastrojów na rynkach popyt na bezpieczne aktywa pozostanie silniejszy niż przed kryzysem.

# Rynki walutowe – mocny dolar nie pomoże złotemu.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE



## €/PLN:

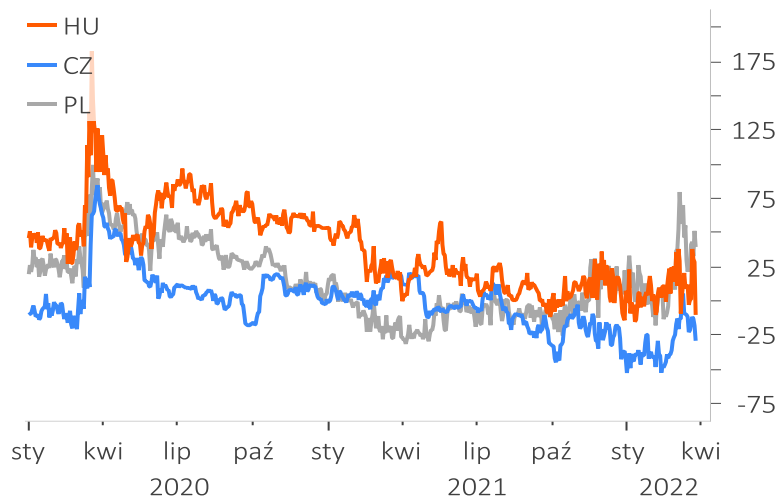
- Kurs €/PLN od około 2 tygodni jest stabilny przy 4,70. Inwestorów tylko na krótko wystraszyła wiadomość o zmianach w rządzie (kurs zbliżył się wówczas do 4,78). Urząd stracił minister, który wcześniej mówił o bardzo bliskim kompromisie z UE w sprawie dostępu dla Polski do Środków z Funduszu Odbudowy. Inwestorzy mogli to odebrać jako sygnał, że porozumienie może odsunąć się w czasie.
- Oczekiwane przez nas umocnienie dolara powinno negatywnie odbić się na walutach CEE, w tym złotym, w tym tygodniu. Silne oczekiwania na podwyżki stóp NBP (które publikowana w piątek inflacja z kraju prawdopodobnie tylko wzmocni) nie wskazują jednak, aby kurs €/PLN miał dotrzeć do zeszłotygodniowych szczytów, ale okolice 4,75 wydają się bardzo realne. Dość szybko rynek otrząsnął się też po zmianach w rządzie i nie spodziewamy się, aby miały one krajowej walucie jeszcze ciężać.
- Nadal oczekujemy wyraźnego umocnienia PLN w 2kw22. Wciąż liczymy, że kurs €/PLN dotrze wówczas nawet poniżej 4,60, choć szanse na to spadają z uwagi np. na mocnego dolara. Złotego wzmocni wymiana środków pomocowych dla Polski na rynku, nie wykluczamy też porozumienia ws. KPO.
- W mocy pozostaje także scenariusz dalszych podwyżek stóp NBP. W naszej ocenie wzrosną one nie tylko silniej niż zakłada to obecnie rynek, ale i zostaną utrzymane na dłużej. Wciąż jednak możliwe są liczne zwroty akcji na froncie i w negocjacjach Rosji z Ukrainą. Zagrożeniem dla scenariusza umocnienia PLN jest wyżej wspomniany scenariusz mocnego dolara.

# Rynek długu – dalsze osłabienie SPW, wzrost stawek IRS.

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



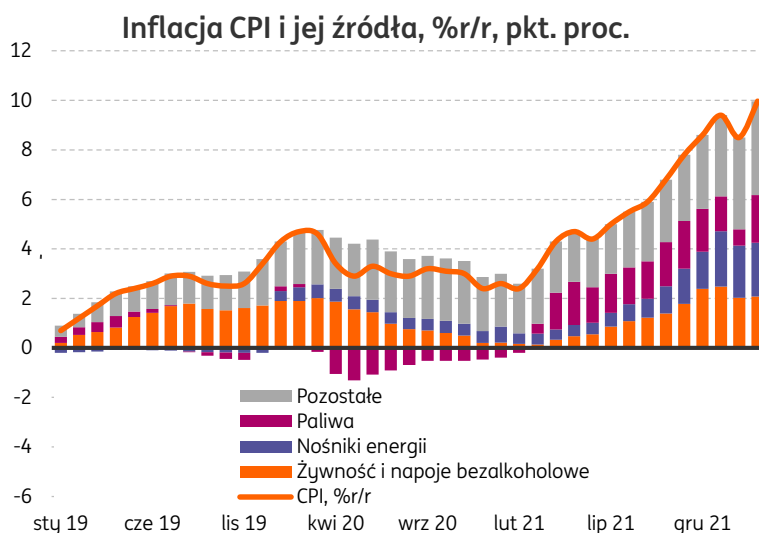
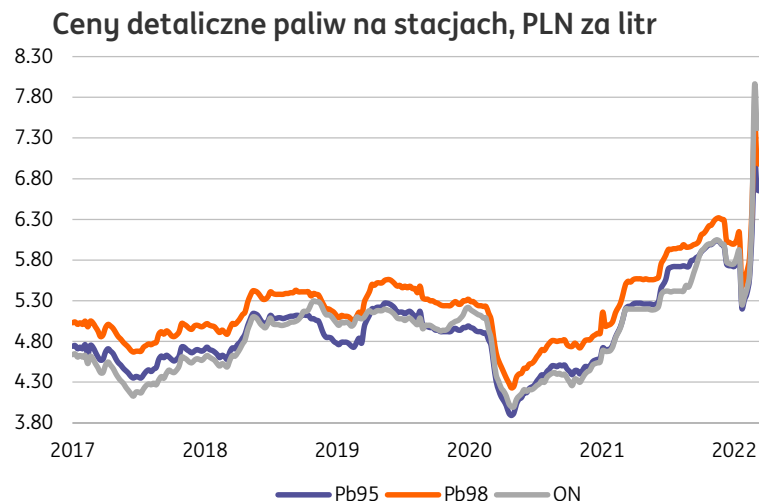
## Asset swapy 10L w CEE od 2020



## POLGBs:

- Ubiegły tydzień przyniósł dalsze bardzo duże wzrosty rentowności na rynkach bazowych i w kraju, wskazujące na strukturalne przesunięcie oczekiwanych stóp w górę. Dochodowość amerykańskiej 10latki podniosła się do najwyższego poziomu od 3 lat. Od wybuchu wojny dochodowość 10-latki w PLN wzrosła 150pb, osiągając maksima od 2012 roku.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszych wzrostów rentowności SPW, w ślad za rynkami bazowymi. Podnieść mogą się również oczekiwania na podwyżki stóp NBP. W piątek poznamy marcowe PMI z kraju. Naszym zdaniem spadek wskaźnika będzie ograniczony, a inflacja może okazać się dwucyfrowa mimo tarcz antyinflacyjnych.
- Nadal liczymy też na dalsze osłabienie SPW w 2kw22. Ostatnie zaskoczenia inflacją sugerują, że średnioroczny CPI w tym roku będzie dwucyfrowy, pomimo 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. Nie podzielamy także oczekiwań na cięcie stóp w 2023 roku wyceniane przez polską krzywą.
- Nie podzielamy również wycenianego przez krzywą dochodowości spadku stóp w 2023. Oczekujemy silnego impulsu fiskalnego oraz odblokowania KPO. Te czynniki będą wspierać PKB poprzez popyt wewnętrzny. Struktura wzrostu oparta o konsumpcję sugeruje, że w otoczeniu wysokich cen surowców inflacja w Polsce będzie wciąż bardzo wysoka, więc NBP będzie kontynuował zacieśnienie w 2023.

# Polska: Dwucyfrowa inflacja CPI możliwa już w marcu.



Źródło: Reflex, GUS.

- Pomimo „Tarczy Antyinflacyjnej”, jest niemal przesądzone, że nie uda się uniknąć wzrostu inflacji do ponad **10%r/r już w marcu**. Rząd m.in. obniżył do zera VAT na paliwa, żywność, gaz, prąd oraz ciepło.
- Rządowy plan przytłumienia inflacji pokrzyżował **wybuch konfliktu militarnego na Ukrainie**, który **spowodował skokowy wzrost cen surowców (1) energetycznych i (2) żywnościowych oraz (3) osłabienie PLN**. Poza obszarami, gdzie ceny zostały zamrożone decyzjami administracyjnymi (np. gaz dla gospodarstw domowych), wzrost cen często z nawiązką zrekomensował spadek wynikający z działania Tarcz. Najbardziej widocznym dla konsumentów efektem wojny był silny wzrost cen paliw. Zwracamy uwagę, że wysoka inflacja w Polsce nie ma wyłącznie charakteru zewnętrznego, szoki cenowe wywołane przez pandemię i wojnę padły na grunt inflacyjnej struktury PKB, opartej na konsumpcji. Obecnie kontynuowane jest poluzowanie fiskalne co zmniejsza skuteczność podwyżek w walce z CPI.
- Przeciętnie **paliwa były w marcu o ok. ¼ droższe niż w lutym**, co podbiło roczną inflację CPI o ok. 1,2-1,3 pkt. proc. Nałożył się na to **dalszy wzrost cen żywności oraz drożące usługi**. Nasze wstępne szacunki **wskazują, że CPI w marcu wyniesie ok. 10%r/r a inflacja bazowej 7%r/r**.
- W takim otoczeniu RPP będzie kontynuowała zacieśnianie polityki pieniężnej. **W kwietniu spodziewamy się podwyżki stóp o 50pb (do 4,00%)**. Do dalszych podwyżek gotowe są także inne banki centralne w regionie. Już w czwartek CNB może podnieść stopy o 75pb (główna do 5,25%), główna stopa HBN może wzrosnąć w tym cyklu do 8%. Jeżeli NBP będzie chciał osiągnąć dalsze umocnienie PLN, to konieczne będą kolejne podwyżki stóp. **Nasze punktowe prognozy stóp w Polsce to 6,5% w 2022 i 7,5% w 2023 roku.**

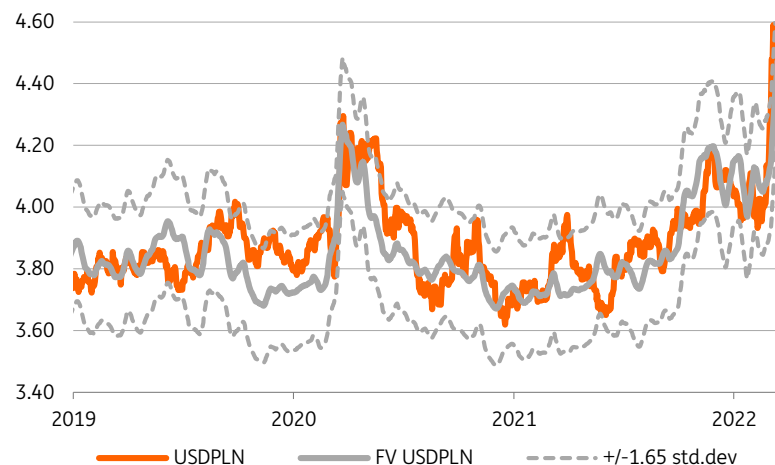
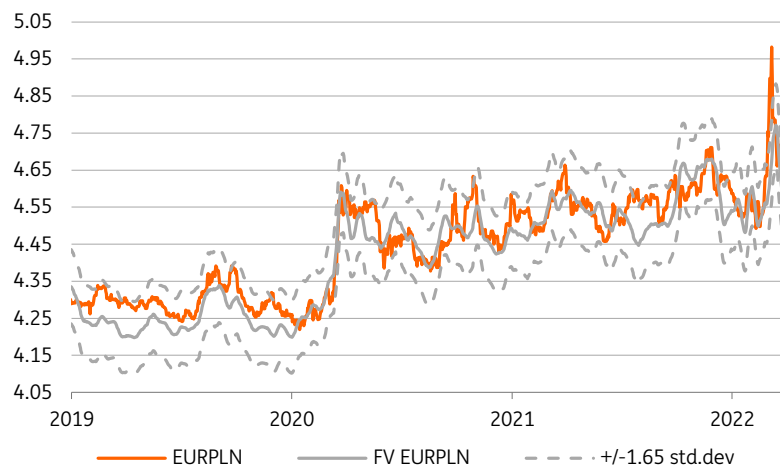
# Prognozy walutowe.

## 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](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto: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.