Tygodnik ING

RPP w środę podniesie stopy o 50pb, kolejne podwyżki przed nami. Jednoczesna ekspansja fiskalna wymaga dużych podwyżek.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

4 kwietnia 2022

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze @ING_EconomicsPL

W skrócie.

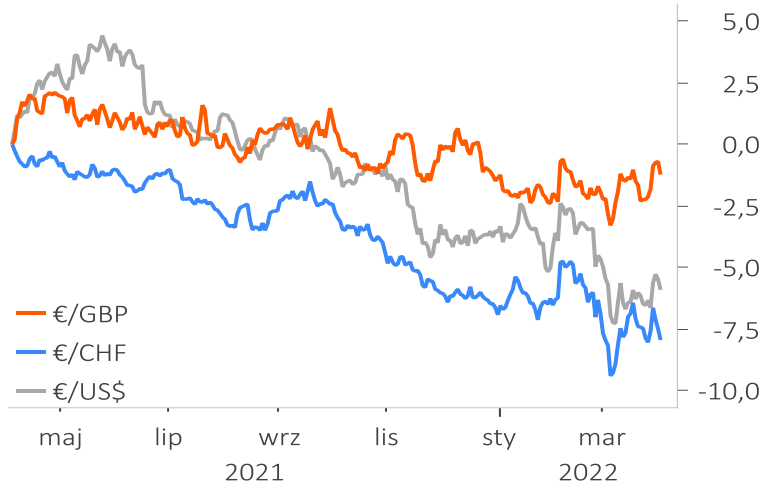
- Ten tydzień jest relatywnie ubogi w wydarzenia i dane z głównych gospodarek. W środę poznamy minutes z marcowego posiedzenia Fed. Amerykański bank centralny podniósł w marcu stopy procentowe o 25pb, po raz pierwszy od 2018. W minutes pojawią się informacje nt. planowego zmniejszania bilansu Fed, które oficjalnie zostanie ogłoszone i rozpoczęte w maju. Przekaz z FOMC powinien też wspierać scenariusz podwyżki o 50pb już na najbliższym posiedzeniu Komitetu w maju.
- W czwartek poznamy natomiast minutes EBC. Dotychczasowa retoryka banku była mniej jastrzębia niż Fed, ale wyrażała zaniepokojenie inflacją, preferencje dla mocnego euro oraz zaskakująco małe zaniepokojenie PKB. W efekcie dzisiaj krzywa wycenia podwyżki aż do 1,5% w Eurolandzie. Inflacja w Europie jest również wysoka, ale niepokój budzą konsekwencje gospodarcze rosyjskiej agresji i związanych z nią sankcji. Minutes może pokazać, jak wygląda bilans inflacja/kurs euro a spowolnienie PKB.
- Z danych makro, we wtorek zostanie opublikowany PMI w usługach i ostateczny łączny PMI dla Eurolandu. Wstępne dane pokazały ograniczony jak dotychczas wpływ rosyjskiej agresji na główne gospodarki państw strefy euro. W czwartek poznamy dane o sprzedaży detalicznej w strefie euro w lutym.
- W kraju kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP we środę. Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej podniesie stopę referencyjną o 50pb (z ryzykiem po wyższej stronie), po podwyżce o 75pb w marcu. Naszym zdaniem skala podwyżki będzie mniejsza niż miesiąc wcześniej ponieważ złoty umocnił się o ponad 25gr względem € od poprzedniej podwyżki. Wciąż jednak spodziewamy się systematycznego wzrostu stóp w kolejnych miesiącach do 6,5%. Inflacja zaskakuje po wyższej stronie, rosną ceny surowców ale także inflacja bazowa notuje znaczące miesięczne przyrosty, więc presja inflacyjna rozlewa się na cały koszyk CPI.
- Bierzemy pod uwagę zapowiedzi prezesa NBP mówiące o zmianie nastawienia na bardziej jastrzębie. Nasza analiza funkcji reakcji RPP wskazuje, że przy obecnych prognozach PKB i inflacji oraz zakładając, że nastawienie obecnej Rady zbliży się do tego z lat 2010-2016 (była bardziej restrykcyjna niż ta z lat 2016-2022, ale historycznie raczej umiarkowana), docelowa stopa wyniesie nawet ok. 7,5%.

Kalendarz makroekonomiczny

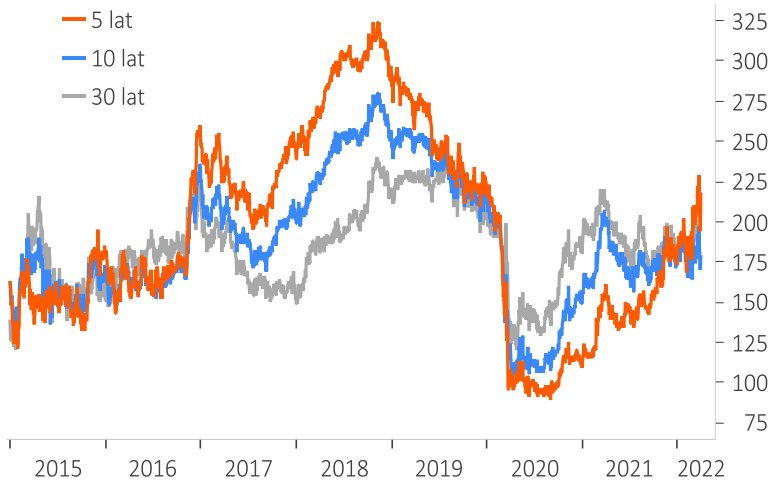
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
5 IV	USA	16:00	ISM - usługi	III	58,0pkt.	58,3pkt.	56,5pkt.
6 IV	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	II	-0,9%	-0,8%	1,8%
	Strefa euro	11:00	Sprzedaż detaliczna r/r	II	-	9,1%	7,8%
	Polska	**-**	**Decyzja RPP**		**+50pb**	**+50pb**	**+75pb**
7 IV	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	II	-0,4%	-0,2%	2,7%

Rynki walutowe – €/US$ blisko 1,08 w 2-3kw22.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



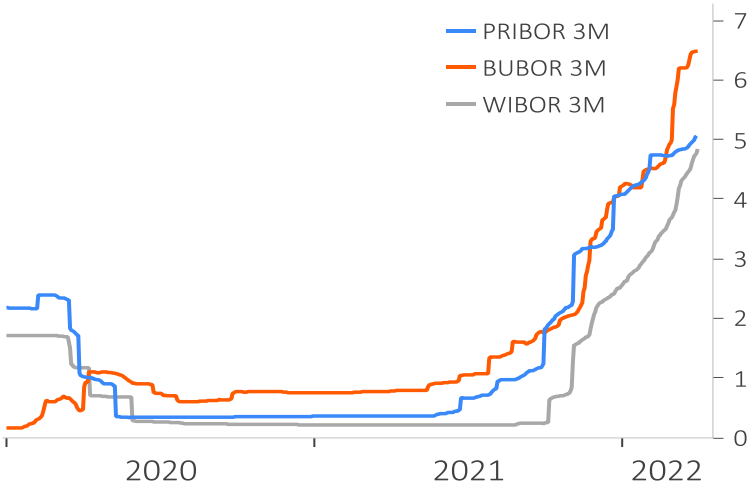
€/US$:

- Ubiegły tydzień przyniósł poprawę nastrojów na rynkach. Inwestorzy z optymizmem przyjęli zapowiedz Rosji o deeskalacji działań militarnych na zachodniej i środkowej Ukrainie, choć np. Stany Zjednoczone informowały, że jest to tylko przegrupowanie wojsk przed kolejną ofensywą na wschodzie. Kurs €/US$ na fali optymizmu z 1,10 dotarł ponad 1,11. Pod koniec tygodnia wrócił jednak do 1,1050 za sprawą oczekiwań na podwyżki stóp Fed.
- Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy (payrolls) potwierdzają bardzo mocny popyt na pracowników oraz presję płacową. Wspiera to scenariusz przyspieszenia zacieśnienia polityki Fed (po 50pb podwyżek na najbliższych trzech posiedzeniach). W tym samym kierunku oddziałują komentarze analityków rynku surowcowego, sugerujące, że uwolnienie części rezerwy ropy przez USA wpłynie na ceny surowca tylko na krótko. Dlatego w tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji pary €/US$ przy 1,10.
- W 2kw22 liczymy na stabilizację lub spadek €/US$ do 1,08. Nawet jeżeli poprawa nastrojów na rynkach okaże się trwała, a wojna przejdzie do bardziej regionalnego konfliktu albo zakończy się, to jej konsekwencje gospodarcze (np. duża część sankcji) będą długoterminowe, szczególnie dla Europy. Co więcej, polityka pieniężna głównych banków centralnych nie wskazuje na osłabienie dolara. Obserwujemy wyraźne zaostrzenie retoryki Fed, który przygotowuje rynek na bardziej zdecydowany cykl podwyżek stóp i jest gotowy walczyć z inflacją nawet kosztem koniunktury. Z kolei ryzyko osłabienia koniunktury w Europie hamuje gotowość EBC do podwyżek mimo wysokiej inflacji.

Rynki walutowe – rynek może rozczarować się RPP.

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

Stopy procentowe – porównanie CEE

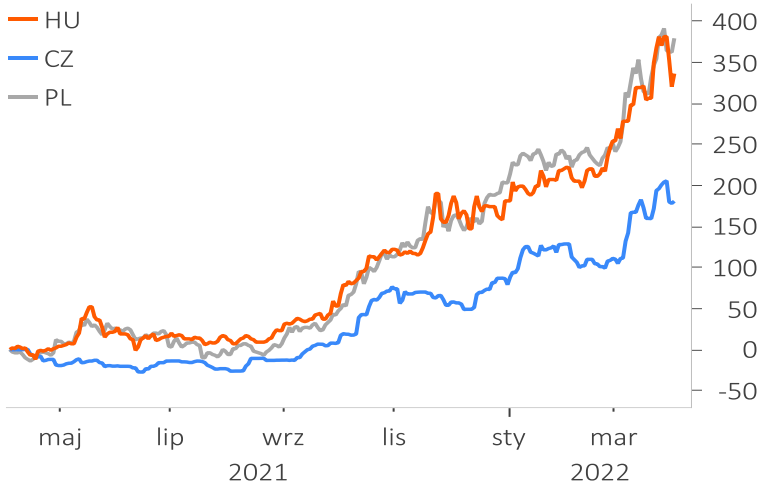


€/PLN:

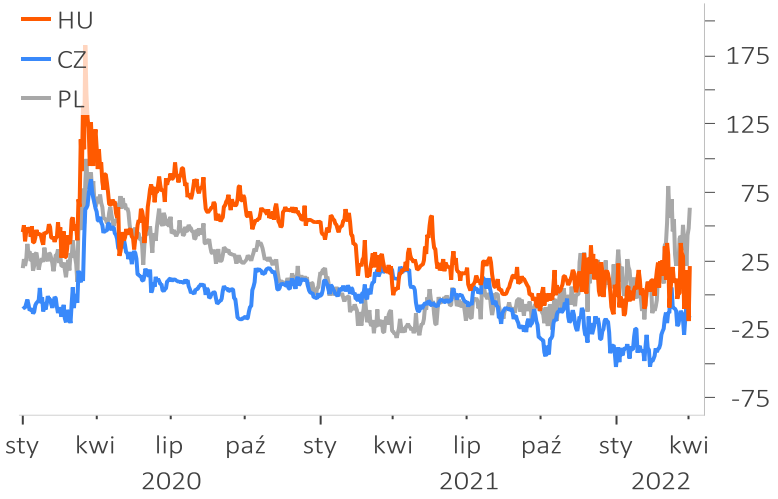
- Poprawa nastrojów na rynkach w ubiegłym tygodniu wpłynęła na umocnienie walut CEE. Efektem był m.in. spadek pary €/PLN z 4,70 na 4,64. Złoty jest stabilny np. wobec forinta od początku marca. Sugeruje to, że decydujące znaczenie dla walut regionu ma ogólny sentyment, kształtowany oczekiwaniami co do konfliktu na Ukrainie. Czynniki lokalne są natomiast na razie drugorzędne.
- Na początku tygodnia spodziewamy się spadku pary €/PLN bliżej 4,60. Kolejne zaskoczenie inflacją z kraju wzmacnia oczekiwania na 75pb podwyżki stóp na posiedzeniu RPP w tą środę. Jeżeli Rada rozczaruje rynek i zdecyduje się na 50pb podwyżki stóp (jak się spodziewamy), to w drugiej połowie tygodnia kurs €/PLN powinien wrócić do 4,65-70 w zależności od tego czy jednocześnie para €/US$ się obniży.
- Jednak będzie to przejściowe osłabienie. Rosnące szanse na szybki koniec wojny (albo regionalizację konfliktu) i perspektywa podwyżek stóp NBP oznaczają, że złoty powinien kontynuować umocnienie również w dłuższym okresie. Oczekujemy, że para €/PLN będzie stopniowo zbliżać się do poziomów odpowiadających różnicy w oczekiwanej ścieżce stóp między ECB a NBP (4,40-50). Krajową walutę wzmocni też wymiana środków pomocowych dla Polski na rynku, nie wykluczamy również porozumienia ws. KPO. Dlatego pod koniec 2kw22 kurs €/PLN powinien znaleźć się między 4,50 i 4,60. Zagrożeniem dla scenariusza aprecjacji PLN jest ew. ponowne umocnienie dolara.

Rynek długu – SPW pozostaną pod presją.

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



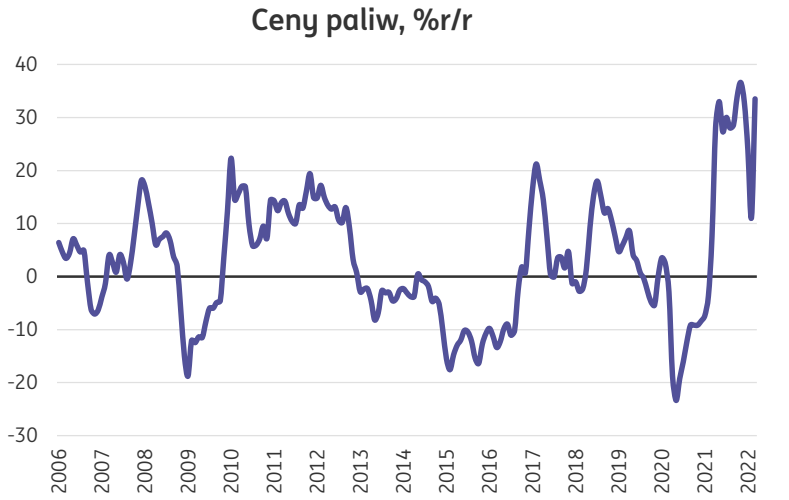
Asset swapy 10L w CEE od 2020

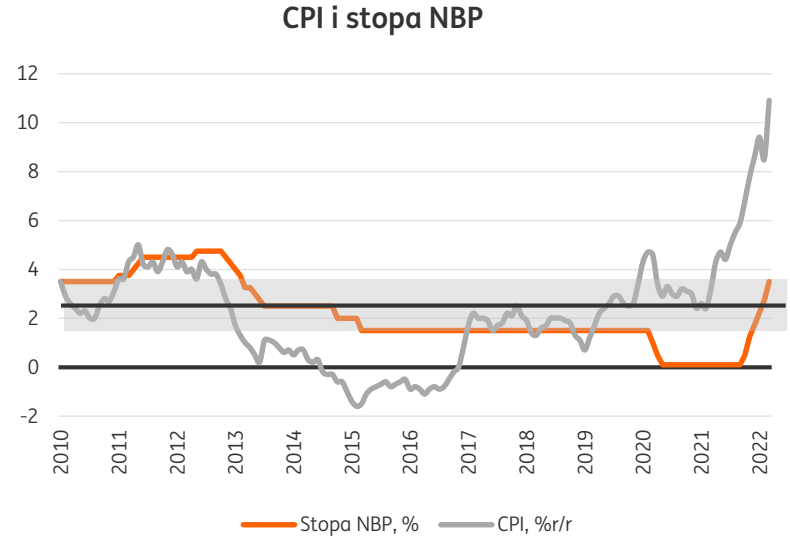


POLGBs:

- W ubiegłym tygodniu na rynkach długu obserwowaliśmy stabilizację lub umocnienie. To konsekwencja nadziei na niższe ceny surowców energetycznych. Zmienność POLGBs pozostała wysoka. Na fali optymizmu rentowności 10latek spadły prawie 40pb. Pod koniec tygodnia umocnienie wynosiło jednak już tylko 10pb. Zaważyło na tym kolejne zaskoczenie inflacją z kraju, wzmacniające oczekiwania na dużą podwyżkę stóp NBP w najbliższą środę.
- Na krajowym rynku na początku tygodnia spodziewamy się dalszych wzrostów rentowności. Piątkowy CPI z Polski wspiera oczekiwania na podwyżkę stóp NBP ponad 50pb w tą środę. Sami zakładamy raczej 50pb, więc w drugiej połowie tygodnia osłabienie SPW powinno wyhamować.
- Sytuacja na rynkach bazowych powinna także raczej wspierać wyższe rentowności w kraju. Spodziewamy się jastrzębiego przekazu w minutes Fed. Utrzymanie produkcji ropy przez OPEC+ sugeruje też, że decyzja USA o uwolnieniu części swoich rezerw strategicznych ropy naftowej może obniżać ceny surowca jedynie na krótko.
- Nadal liczymy na dalsze osłabienie SPW w 2kw22. Sytuacja gospodarcza w kraju nadal sugeruje, że ścieżka stóp NBP będzie wyższa niż wycenia to rynek. Uważamy, że średnioroczna inflacja w tym roku będzie dwucyfrowa. Odpowiadają za to nie tylko ceny surowców, ale i oparta na konsumpcji struktura krajowego PKB. Nie podzielamy również wycenianego przez krzywą dochodowości spadku stóp w 2023. Oczekujemy silnego impulsu fiskalnego oraz odblokowania KPO. Solidny popyt wewnętrzny oznacza utrzymanie wysokiej inflacji także w 2023.

Polska: Dwucyfrowy wzrost cen i rosnąca presja na RPP.





Źródło: GUS.

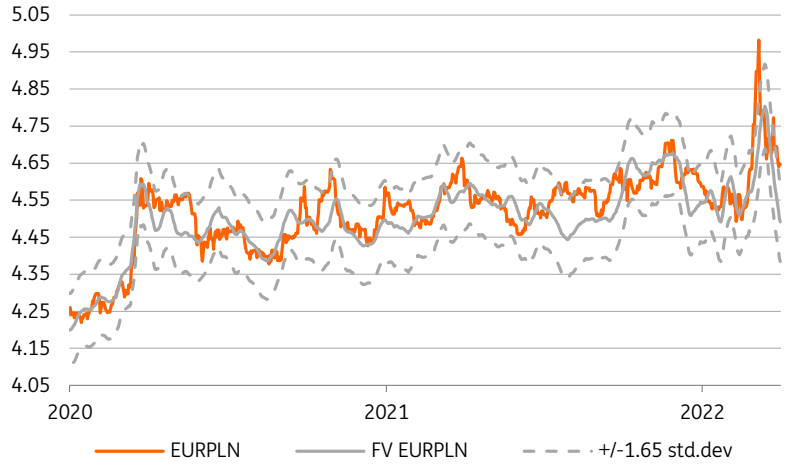
- **Inflacja CPI** po raz kolejny zaskoczyła w górę i zgodnie z naszymi przewidywaniami **wzrosła w marcu do dwucyfrowych poziomów**. Ceny konsumpcyjne były w ubiegłym miesiącu o 10,9% wyższe niż rok wcześniej, wobec wzrostu o 8,5%r/r w lutym.
- Za wzrostem inflacji w marcu stały przede wszystkim **drożejące paliwa oraz nośniki energii**, co odzwierciedlało wyższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych po inwazji Rosji na Ukrainę. W dalszym ciągu **utrzymuje się presja na wzrost cen żywności** (w marcu wzrost o 2,2% m/m), a kształtowanie się cen hurtowych sugeruje, że przed nami dalsze znaczące wzrosty cen w tej kategorii w kolejnych miesiącach. Poza zewnętrznymi czynnikami o charakterze podażowym, wzrost inflacji generowany jest także przez silny popyt krajowy. W oparciu o dostępne dane szacujemy, że **inflacja bazowa** netto **wzrosła w marcu 0,8%m/m i jest to trzeci miesiąc z rzędu bardzo wysokiego wzrostu tego indeksu. W ujęciu rocznym osiągnął on już poziom około 7%r/r** wobec 6,7%r/r w lutym.
- **Obecny policy mix może być nieskuteczny w walce z inflacją, która w takim otoczeniu będzie miała uporczywy charakter**. Zacieśnieniu polityki pieniężnej będzie towarzyszyła dalsza ekspansja fiskalna, co jest czynnikiem proinflacyjnym.
- Przy utrzymującej się presji inflacyjnej RPP nie ma innego wyjścia jak kontynuować podwyżki stóp procentowych. **Spodziewamy się, że w środę Rada podniesie stopę referencyjną o 50pb**. Nie można wykluczyć kolejnej podwyżki o 75pb, jednak w naszej ocenie umocnienie PLN, które dokonało się od lutowego posiedzenia przemawia za mniejszą skalą dostosowania polityki pieniężnej w tym miesiącu.

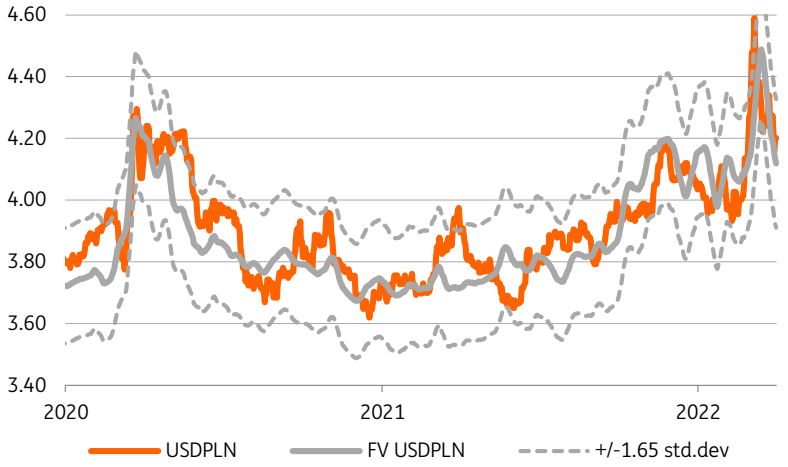
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23
US$/PLN	4.20	4.20	4.19	4.19	4.18	4.14	4.11	4.08	4.10	4.12	4.02	3.99
€/PLN	4.58	4.54	4.53	4.52	4.51	4.50	4.50	4.49	4.53	4.57	4.46	4.45
CHF/PLN	4.44	4.41	4.40	4.39	4.38	4.30	4.23	4.16	4.14	4.12	3.97	3.91
GBP/PLN	5.55	5.54	5.52	5.51	5.50	5.45	5.40	5.35	5.39	5.43	5.29	5.28

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. Modele sugerują też pole do zawężenia asset swapów, choć same rentowności obligacji mają dużą przestrzeń do wzrostu.





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.