

# Tygodnik ING

Rosnące oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej uderzają w rynek długu.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

11 kwietnia 2022



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



# W skrócie.

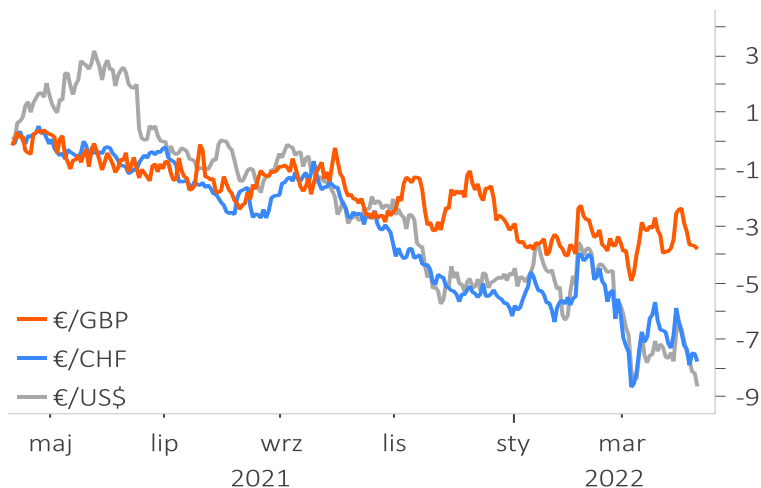
- Najważniejszym wydarzeniem dla rynków finansowych w tym tygodniu będzie czwartkowe posiedzenie EBC. W tym tygodniu swoje posiedzenia będą miały również Bank Kanady i Bank Nowej Zelandii (rynków spodziewają się podwyżek odpowiednio o 50pb i 25pb). Zapowiedziano również kilka wystąpień przedstawicieli Fed. Posiedzenie EBC w czwartek odbędzie się w kontekście rekordowo wysokiej inflacji w strefie euro tj. 7,5% r/r w marcu. Jest ona napędzana w dużej mierze cenami surowców energetycznych oraz skutkami rosyjskiej agresji na Ukrainę. Jednak tak duży skok inflacji w marcu oznacza, że jeszcze w tym roku możemy zobaczyć nawet dwucyfrowy wskaźnik, a ostatnia prognoza ECB zakładająca średnią nieco ponad 5% wygląda kompletnie nierealnie. Z drugiej strony gospodarkę eurolandu czeka spowolnienie spowodowane wojną.
- Najbliższe posiedzenie nie dostarczy decyzji dotyczący parametrów polityki pieniężnej, ale dla rynków kluczowe jest sygnał jaki popłynie z ECB, pokazujący czy dominują głosy jastrzębi czy gołębi. Jastrzębie postulują szybsze zacieśnienie z uwagi na bardzo wysoką inflację i ryzyko efektów drugiej rundy i sugerują, aby mniej uwagi przywiązywać do spowolnienia PKB. Ich głos może stopniowo zyskiwać na znaczeniu. Jeśli chodzi o dane makro, to we wtorek poznamy finalne dane o inflacji CPI w Niemczech i w USA (konsensus 8,5% r/r po 7,9% w lutym). W czwartek poznamy dane o marcowej sprzedaży detalicznej (konsensus 0,6% m/m po 0,3% w lutym), a w piątek o produkcji przemysłowej w USA (konsensus 0,4% m/m po 0,5% w lutym).

## Kalendarz makroekonomiczny/m

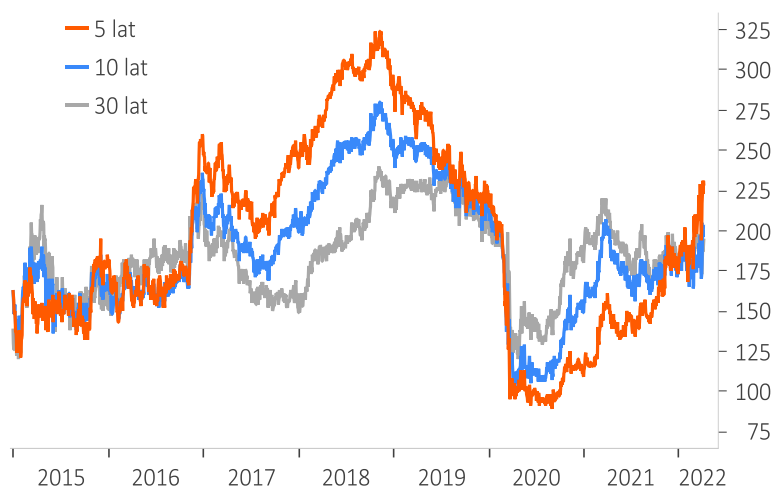
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 IV	USA	14:30	CPI r/r	III	8,6%	8,3%	7,9%
			Inflacja bazowa r/r	III	6,7%	6,6%	6,4%
13 IV	UK	8:00	CPI r/r	III	6,6%	6,6%	6,2%
			Inflacja bazowa r/r	III	-	-	5,2%
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa m/m	II	-	0,1%	1,3%
	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	II	-€2233mln	-€1907mln	€66mln
14 IV	Strefa euro	13:45	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	III	0,6%	0,6%	0,3%
15 IV	Polska	10:00	CPI r/r	III	10,9%	10,9%	8,5%
	USA	15:15	Produkcja przemysłowa m/m	III	0,5%	0,4%	0,5%

# 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\$:

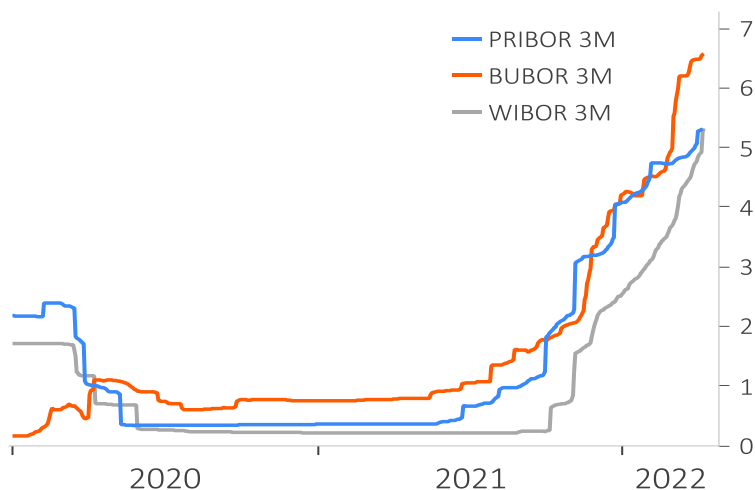
- Ubiegły tydzień przyniósł dalsze umocnienie dolara (€/US\$ spadł z 1,1050 do 1,09). To efekt oczekiwań na dalsze szybkie podwyżki stóp Fed, wzmacnione m.in. ostatnimi minutami FOMC. Widać to również na bazowych rynkach długu. Rentowność amerykańskiej 10latki w ubiegłym tygodniu podniosła się o 30pb, a Bunda o połowę tego.
- Wyniki I tury wyborów prezydenckich we Francji sugerują nieco wyższe poparcie dla E. Macrona i jego przewagę nad M. Le Pen niż sugerowały sondaże. To nadal wynik niekomfortowy dla niechętnych zmian rynków, ale nie powinien skłaniać do pozbywania się euro.
- Dolara wciąż jednak wspierają oczekiwania na istotnie większą skalę podwyżek stóp niż w EBC. Dlatego na początku tygodnia widzimy istotne szanse na atak €/US\$ na 1,08. Widzimy jednak spore szanse na zaostrenie retoryki EBC na posiedzeniu we czwartek. Powinno to zatrzymać próby głębszego zejścia €/US\$ w drugiej połowie tygodnia.
- Oczekujemy, że przez dużą część 2-3kw22 para €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym wokół 1,08. Na odbicie euro jest naszym zdaniem ciągle zbyt wcześnie, rynek wycenia wzrost stop w EUR do około 1,5% ale potrzebuje dalszego potwierdzenia, że jastrzębie zyskują przewagę w ECB. Rynek wycenia też dość zbliżony scenariusz podwyżek stóp Fed do wycenianego przez nas. Zachowanie rynku np. akcji pokazuje też, że inwestorzy zaadoptowali się do wojennych realiów i np. nowe sankcje nie generują już równie wysokiej zmienności co w marcu.

# Rynki walutowe – dalsze umocnienie złotego.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE



## €/PLN:

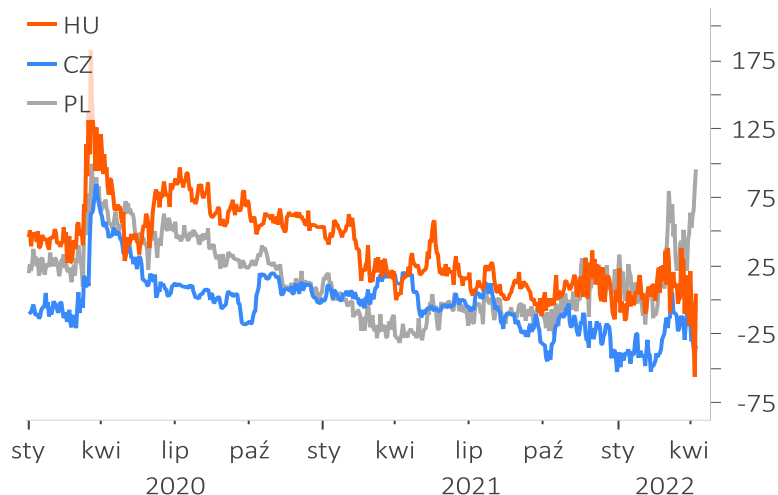
- Złoty zniósł umocnienie dolara relatywnie dobrze, kurs €/PLN w ubiegłym tygodniu utrzymał się w trendzie bocznym ponad 4,60. Krajowej walucie pomogła m.in. większa od oczekiwań skala podwyżki stóp NBP (100pb zamiast wycenianych 75pb). Złoty wyraźnie umocnił się też np. na tle węgierskiego forinta (prawie 3%, to najniższy poziom HUF/PLN w historii). Węgierska waluta wyraźnie traci, gdyż inwestorzy obawiają się utraty przez ten kraj dostępu do środków z UE.
- W tym tygodniu oczekujemy próby wyłamania się kursu €/PLN poniżej 4,60. Wyhamowanie umocnienia dolara powinno poprawić popyt na waluty CEE. Dodatkowo złotego wspierają rosnące oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Inwestorzy zaczęli też wyraźnie oddzielać złotego od forinta. Jeszcze w marcu obie waluty zachowywały się bardzo podobnie. Obecnie rynek zakłada, że o ile ryzyko utraty dostępu do środków z UE przez Węgry jest wysokie, to w przypadku Polski raczej należy oczekiwać opóźnienia wypłaty w ramach KPO.
- Duża skala wycenianego przez stawki rynku pieniężnego zacieśnienia polityki NBP będzie naszym zdaniem wspierać złotego także w dłuższym okresie. Widzimy szansę, że kurs €/PLN może zbliżyć się do 4,50 już w horyzoncie najbliższych miesiąca-dwóch. To tym bardziej prawdopodobny scenariusz, że pojawiają się sygnały wyhamowania spadku €/US\$. Czynnikiem ograniczającym aprecjację PLN pozostaje jednak przeciągający się konflikt Warszawy z Brukselą w sprawie KPO.

# Rynek długu – przerwa od wzrostów rentowności SPW.

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



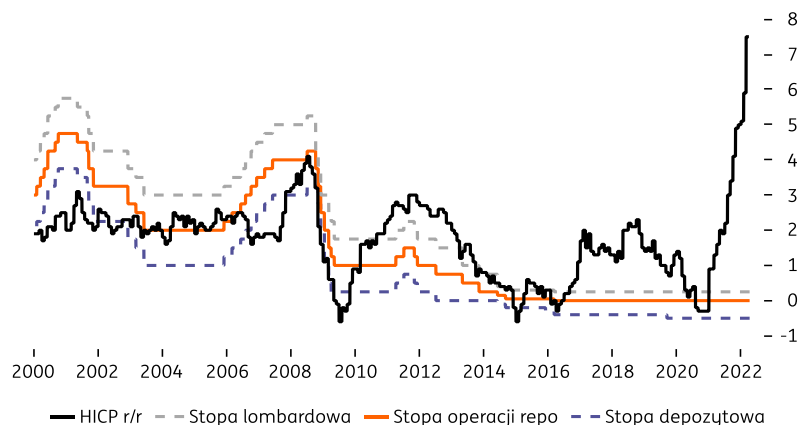
## Asset swapy 10L w CEE od 2020



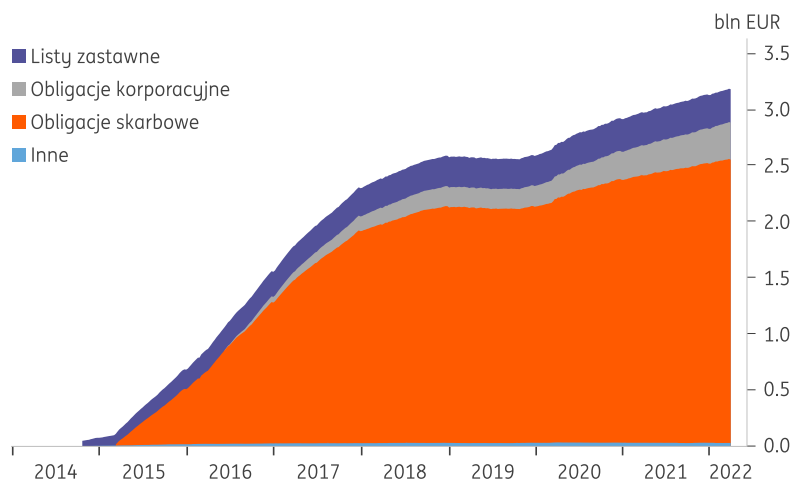
- W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach długu pozostała nerwowa. Jastrzębie minutes Fed wzmocniły oczekiwania na scenariusz przyspieszenia podwyżek stóp w USA. Rentowność amerykańskiej 10latki podniosła się o 30pb, a Bunda o połowę tego. Na krajowym rynku długu trwało natomiast agresywne dostosowanie do wyższej ścieżki stóp NBP. W skali tygodnia rentowność 10latki podniosła się o 70pb.
- W tym tygodniu oczekujemy wyhamowania wzrostów rentowności SPW. Najważniejsze z punktu widzenia rynku wydarzenia w tym miesiącu (CPI, posiedzenie RPP) są już za nami, a wyższa ścieżka stóp NBP jest już w cenach.
- Nadal jednak widzimy pole do wzrostu rentowności w dłuższym okresie. Nadal część rynku wierzy w obniżki stóp już w przyszłym roku. To naszym zdaniem mało prawdopodobny scenariusz, podyktowany raczej oczekiwaniami na otoczenie międzynarodowe, a nie sytuacją w kraju. Trudno nam wyobrazić sobie redukcję stóp NBP w sytuacji gdy wdrażany będzie kolejny impuls fiskalny w kraju, który tylko wzmocni proinflacyjną strukturę PKB, opartą o konsumpcję.
- Nie da się też wykluczyć wzrostu asset swap spreadów, choć nie jest to nasz scenariusz bazowy. Nie ma sygnałów sugerujących szybkie odblokowanie KPO, a koszty związane z opieką nad uchodźcami pojawiają się już obecnie. W połączeniu z innymi planami wydatkowymi rządu (np. zbrojenia) oznacza to wysokie potrzeby pożyczkowe. Niekoniecznie jednak muszą one być finansowane wyłącznie przez SPW, ale także np. dług BGK. Widzimy też szanse, że finansowanie ułatwi ponowny skup papierów przez NBP.

# Strefa euro: podwyżka stóp raczej pod koniec roku.

## Stopy procentowe EBC



## Bilans EBC



Źródło: Macrobond.

- Opublikowane w ubiegłym tygodniu minutes z marcowego posiedzenia ECB postrzegamy jako wyraz większych obaw o inflację niż PKB. Rosną ryzyko efektów drugiej rundy i utrwalenia wysokiej inflacji. Dlatego zarząd ECB mocno prognozy własnego researchu zakładające powrót CPI do 1,9%r/r w 2024 roku. Uważamy, że rosną szanse na szybsze podwyżki w 2022 i 2023 niż zakłada konsensus ekonomistów, bliżej scenariusza wycenionego w krzywej eurowej.
- Protokół z ostatniego posiedzenia EBC wskazuje, że podwyżka stóp procentowych EBC jest możliwa jakiś czas po zakończeniu programu skupu aktywów (APP), ale nie została rozstrzygnięta dyskusja, czy należy wyznaczyć sztywny termin zakończenia tego programu. Rada Prezesów postanowiła zachować maksymalną opcjonalność i elastyczność. Wynika to z wysokiego stopnia niepewności w obecnym otoczeniu makroekonomicznym i geopolitycznym z powodu agresji Rosji na Ukrainę, która zwiększa prawdopodobieństwo technicznej recesji w strefie euro w lecie 2022. Naszym zdaniem Euroland (działający zwykle reaktywnie, rzadziej wyprzedzająco) zdecyduje się na nowy Fundusz Odbudowy, gdyby ryzyko recesji istotnie wzrosło. ECB powinien brać to pod uwagę, pierwsze sygnały takiego podejścia odczytaliśmy na marcowym posiedzeniu.
- Na posiedzeniu 10 marca, EBC nie zmienił stóp procentowych, ale podał, że może zakończyć program APP w 3kw22 w zależności od danych. Stwierdził, że zmiany stóp procentowych będą miały miejsce jakiś czas po zakończeniu zakupów netto w ramach programu APP i będą stopniowe. Dlatego na posiedzeniu w tym tygodniu (13-14 kwietnia) EBC nie zmieni parametrów swojej polityki. Rynek czekać będzie na wskazówki nt przyszłości APP i śledzić jak zaostre się nastawienie ECB.

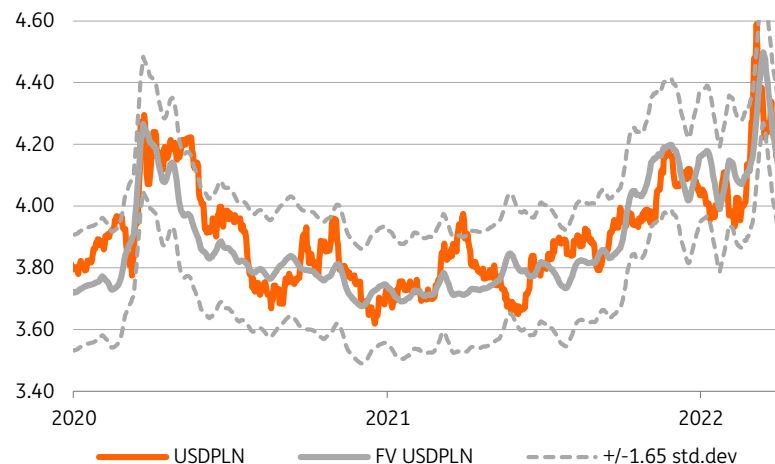
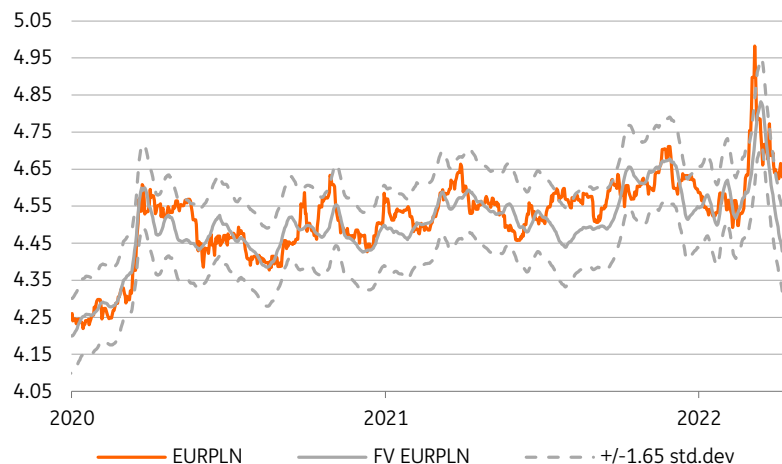
# Prognozy walutowe.

## 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 według naszych szacunków pozostaje bardzo wysokie. Rosnące 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 mają ciągle 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](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.