

Tygodnik ING

Dane za 1kw22 przemawiają na szybkimi podwyżkami NBP.
Wygrana E.Macrona powinna pomóc euro.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

26 kwietnia 2022



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



W skrócie.

- Po względnie spokojnym w zakresie publikacji danych makro początku tygodnia, czwartek i piątek przyniosą szereg istotnych publikacji po obu stronach Atlantyku. W czwartek poznamy wstępny szacunek PKB w USA w 1kw22. Oczekiwane jest wyraźne wyhamowanie wzrostu aktywności w amerykańskiej gospodarce po wzroście o 6,9% kw/kw (dane zannualizowane) w 4kw22. Jedną z przyczyn wyhamowania wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych była fala pandemii związana z wariantem Omikron, która wyraźnie ograniczyła mobilność ludności.
- W piątek ukażą się dane o PKB w 1kw22 w strefie euro (ING: 0,2% kw/kw; konsensus: 0,3% kw/kw). Większe zainteresowanie wzbudzą jednak szacunki inflacji CPI za kwiecień. Możliwe jest dalsze przyspieszenie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych (ING: 7,7%/r; konsensus: 7,5%/r), po tym jak inflacja osiągnęła 7,5%/r w marcu. Głównym ryzykiem są efekty drugiej rundy po ostatnich wzrostach cen energii.
- Kluczową publikacją makro z kraju w tym tygodniu będzie wstępny szacunek inflacji za kwiecień. Nasze wstępne prognozy, które będą doprecyzowywane na przestrzeni tygodnia, wskazują na wzrost inflacji w okolice 11,5%/r z 11,0% r/r w marcu. Spadkowi cen paliw towarzyszy utrzymująca się presja na wzrost cen żywności oraz wysoka inflacja bazowa.
- We wtorek poznamy dane o stopie bezrobocia rejestrowanego w marcu. Wstępne szacunki ministerstwa Rodziny i Polityki Społecznej wskazują na spadek do 5,3% z 5,4%. Rynek pracy pozostaje napięty, a stopa bezrobocia kształtuje się blisko naturalnego poziomu.

Kalendarz makroekonomiczny/m

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
26 IV	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	III	5,3%	5,3%	5,5%
	Węgry	14:00	Decyzja ws. Stóp procentowych		5,40%	5,40	4,40%
28 IV	Niemcy	14:00	CPI r/r – wstępne dane	IV	8,0%	7,3%	7,3%
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	I kw	1,3%	1,0%	6,9%
29 IV	Polska	10:00	CPI r/r – wstępne dane	IV	-	11,3%	11,0%
	Niemcy	10:00	PKB r/r	I kw	3,0%	3,7%	1,8%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	IV	7,7%	7,7%	7,5%
			Inflacja bazowa r/r	IV	3,1%	3,1%	2,9%
			PKB r/r	I kw	4,8%	5,0%	4,6%

Rynki walutowe – Spadek €/US\$ powinien wyhamować.

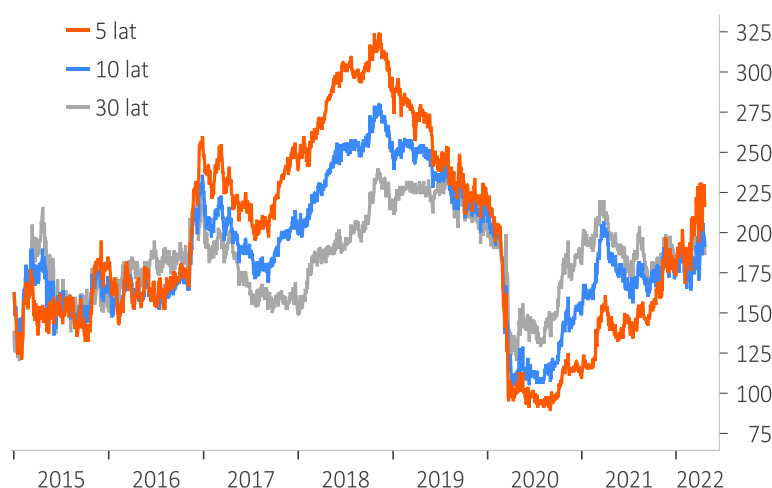
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

- Na przełomie tygodnia kurs €/US\$ wrócił poniżej 1,08. Motorem spadku pary były z jednej strony oczekiwania na zdecydowane podwyżki Fed (wzmocnione danymi z ubiegłego tygodnia). Z kolei dla euro ciążyła niepewność co do wyniku wyborów prezydenckich we Francji, a także ostatnie komentarze z EBC, sugerujące, że bank nie będzie spieszyć się z podwyżkami stóp, mimo wysokiej inflacji.
- Ryzyko związane z wyborami we Francji praktycznie znikło - sondaże exit pool sugerują zdecydowane zwycięstwo urzędującego prezydenta. To dla euro jednoznacznie dobra wiadomość, gdyż M. Le Pen utożsamiana jest z niepopularnymi przez rynek zmianami, a jej program może podważyć stabilność UE. To powinno zatrzymać spadek €/US\$ blisko obecnych poziomów. W kolejnych dniach liczymy na wzrost kursu bliżej 1,08. Na więcej prawdopodobnie nie pozwolą oczekiwania na 50pb podwyżki na majowym posiedzeniu Fed.
- W dalszej części obecnego kwartału i 3kw22 para €/US\$ powinna utrzymać się poniżej 1,10, a prawdopodobnie bliżej 1,08. Pomimo stopniowego zaostrzania retoryki EBC, działania europejskich władz monetarnych będą wyraźnie mniej zdecydowane niż w przypadku Fed, który na przełomie 2022/23 powinien podnieść stopy procentowe w okolice 3%. Jednocześnie Rada Prezesów może zacząć podnosić stopy dopiero w 2poł22. Taki scenariusz jest już w dużym stopniu wyceniony przez rynek walutowy.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

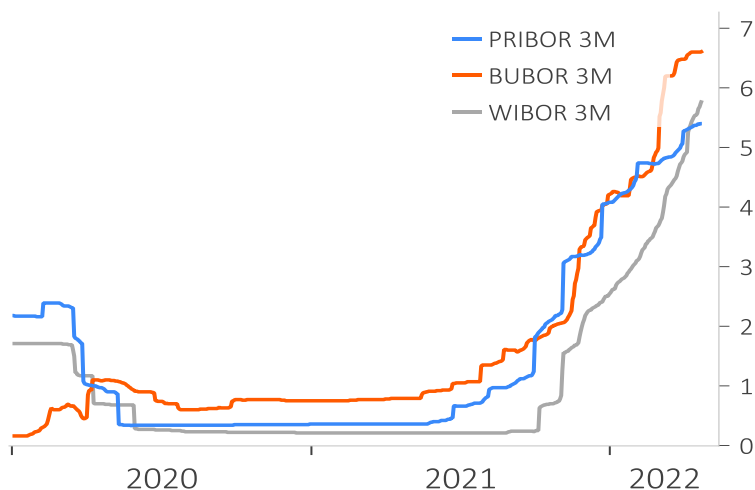


Rynki walutowe – powrót €/PLN bliżej 4,60.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

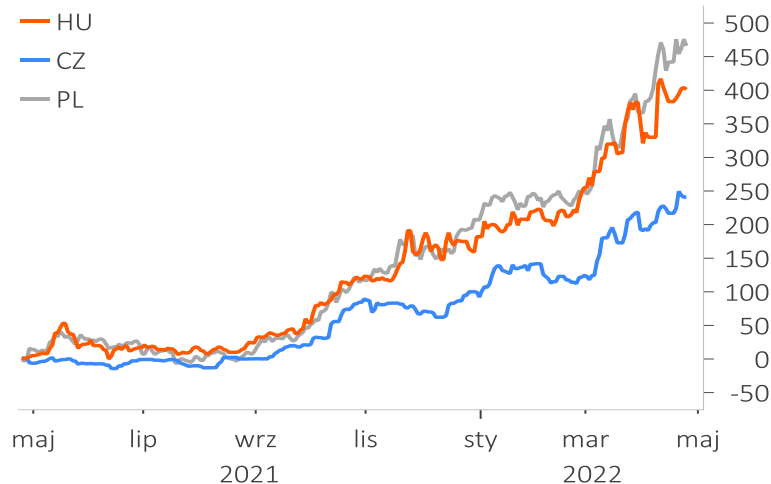


€/PLN:

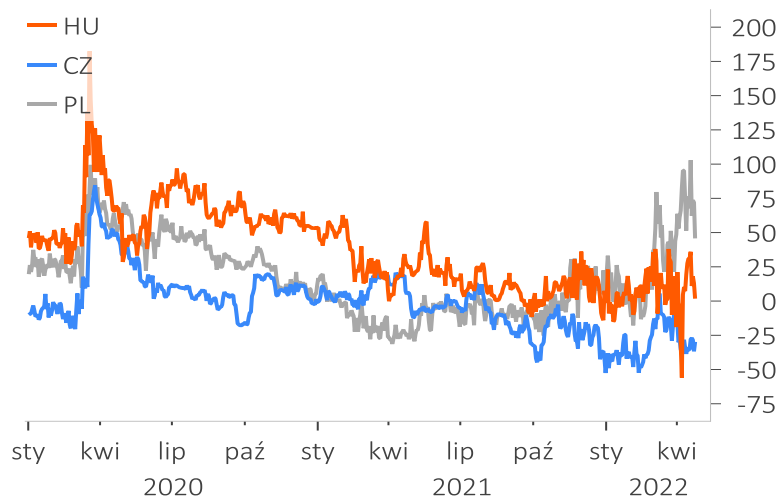
- Umocnienie dolara miało w ubiegłym, tygodniu ograniczony wpływ na złotego. Przez większą część ubiegłego tygodnia para €/PLN wahała się w wąskim przedziale wokół 4.64. Nie widać było większej reakcji na udane dane z kraju, co sugeruje, że nadal kluczowym czynnikiem jest ogólny sentyment do walut regionu.
- Oczekiwana przez nas stabilizacja lub niewielki wzrost €/US\$ powinny w tym tygodniu sprzyjać umocnieniu złotego. Liczymy, że w ciągu tygodnia-dwóch para znów zaatakuje 4,60. Krajowa waluta dobrze zniosła umocnienie dolara z ubiegłego tygodnia, co również powinno zachęcać do zajmowania pozycji na spadek €/PLN.
- Wycenione przez rynek ścieżki stóp NBP i EBC sugerują poziom równowagi dla €/PLN w okolicach 4,50. Do tego poziomu możemy dość na przełomie 2-3kw22. W kolejnych tygodniach rynek powinien w coraz większym stopniu skupić się na sytuacji w kraju, a nie działaniach wojennych na Ukrainie.
- Niezmiennie rynek czeka na akceptację KPO, to naszym zdaniem kluczowy czynnik ryzyka dla złotego. Uruchomienie tych środków miałyby istotnie pozytywny wpływ na PLN. Według zapowiedzi z rządu zostaną one wymienione na rynku, a nie w banku centralnym, tworząc tym samym istotną presję na umocnienie złotego.

Rynek długu – Nadal duże ryzyko osłabienia.

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



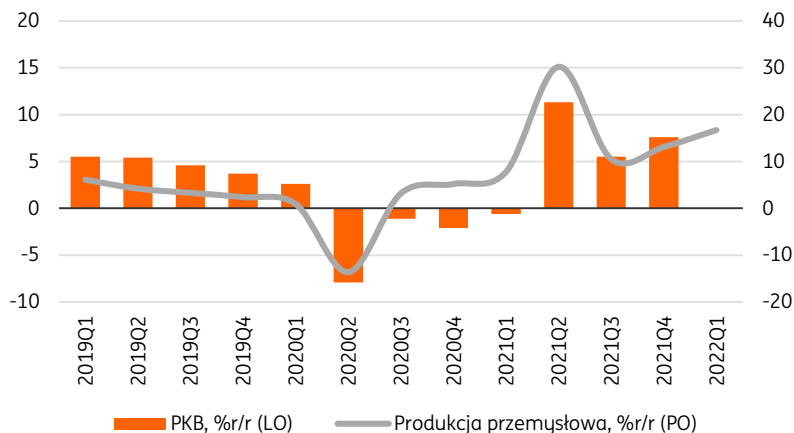
Asset swapy 10L w CEE od 2020



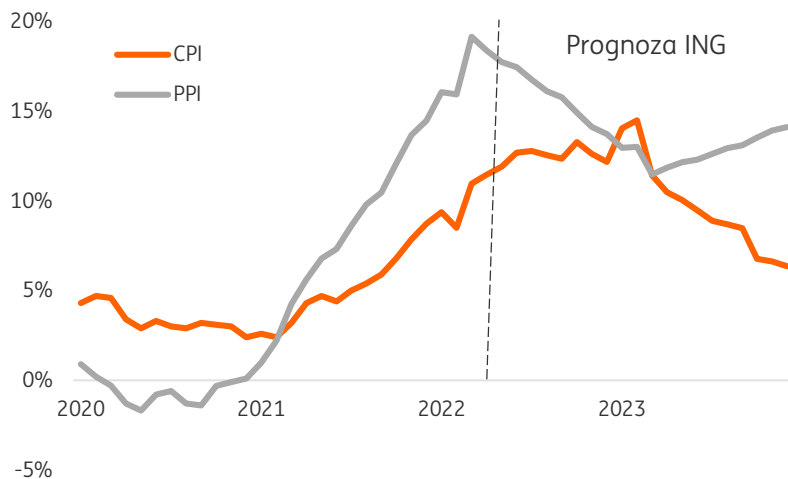
- Na bazowych rynkach bazowych ubiegły tydzień upłynął w miarę spokojnie. Wzrosty rentowności wyhamowały m.in. wobec nie najlepszej sytuacji na rynkach akcji, czy obaw związanych z wyborami we Francji. Na rynku krajowego długu dominowały jednak wzrosty rentowności, po sporej korekcie / umocnieniu SPW w okolicach świąt nie ma już śladu. Wycenom długu nadal ciężą oczekiwania na dalsze podwyżki stóp NBP oraz niejasna polityka podaźowa MF.
- W naszej ocenie ryzyko dalszego wzrostu rentowe mości SPW jest wysokie. Publikowane na koniec tygodnia dane o inflacji z Polski powinny wspierać scenariusz dalszych podwyżek stóp NBP, wycenom prawdopodobnie nie pomoże też sytuacja na rynkach bazowych. Ryzyko polityczne we Francji znikło, a ostatnie komentarze z EBC sugerują, że także w Europie w tym roku dojdzie do podwyżek stóp, choć w dużo mniejszej skali niż w USA.
- Także w dłuższym horyzoncie sytuacja gospodarcza w Polce powinna sprzyjać wzrostom rentowności na całej krzywej. Utrzymanie ekspansji fiskalnej nie wskazuje, aby poluzowanie polityki NBP mogło być w ogóle możliwe w przyszłym roku. Dokłada się do tego niejasna perspektywa podaży SPW, m.in. wobec przeciągającego się konfliktu z UE i koniecznością lokalnego prefinansowania inwestycji.
- Niekorzystna powinna również pozostać sytuacja na rynkach bazowych. Podwyżki stóp Fed są już w dużym stopniu w cenach. Rynek czeka jednak szok płynnościowy, gdy redukcję swojego bilansu rozpocznie Fed, a EBC wygasi swoje programy skupu.

Dane za 1kw22 przemawiają na szybkimi podwyżkami NBP

Produkcja przemysłowa i PKB



Inflacja PPI i CPI



Źródło: Macrobond.

- Wnioski z marcowych danych z gospodarki oraz podsumowanie 1kw22:
 - marzec pokazuje, że gospodarka na razie opiera się negatywnemu wpływowi wojny (spadek sektora automotive kompensuje produkcja energii i przemysł ciężki), dalsze negatywne skutki wojny są przed nami - silna stymulacja fiskalna istotnie kompensuje spadek siły nabywczej Polaków, ale to ryzyko jest większe dla Eurolandu i polskiego eksportu na Zachód;
 - jednak 1kw22 to mocny punkt startowy dla PKB w 2022 roku (wzrost w 1kw22 szacujemy na ~8%/r), widzimy szansę na płytsze spowolnienie niż nasza prognoza PKB na 2022 (3,2%/r);
 - marzec to kolejny raz kiedy miesięczny wzrost płac przekracza typową sezonową dynamikę aż o 2pp, w połączeniu z doniesieniami z sektora przedsiębiorstw wskazującymi na duże żądania płacowe dowodzą to sygnał, że spirala płacowo-cenowa się rozpoczęła, to kolejny koszt firm który silnie rośnie;
 - w marcu PPI osiągnął rekordowy poziom 20%/r, naszym zdaniem przeliczenie kosztów na CPI zajmie jeszcze 2-3 kwartały, a inflacja bazowa osiągnie 8,5%/r przed końcem 2022 roku;
 - mocna sprzedaż detaliczna (mar-22 9,6%/r, kons 8,8%/r) to mieszanina dwóch czynników: napływu uchodźców i "wygładzania" konsumpcji przez Polaków pomimo inflacji, przy tak mocnym popycie firmy mają łatwość przeliczania kosztów;
- Dane o aktywności wskazują, że hamowanie PKB w 2023 będzie ograniczone, ale ryzyko utrwalenia wysokiej inflacji rośnie: nowa fala szoków podaźowych dopiero zaczyna przekładać się na PPI, rynek pracy wskazuje na silne żądania płacowe. NBP powinien kontynuować podwyżki. Naszym zdaniem w maju podniesie stopy o 100pb, rosną szanse iż docelowa stopa 7,5% zostanie osiągnięta w 2022 roku.

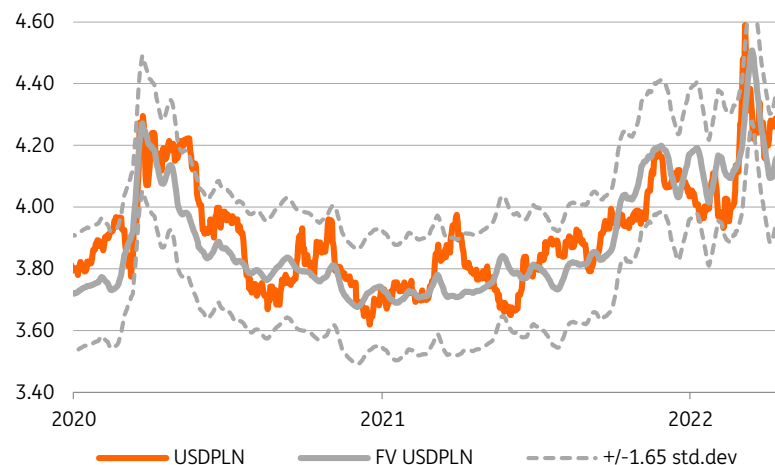
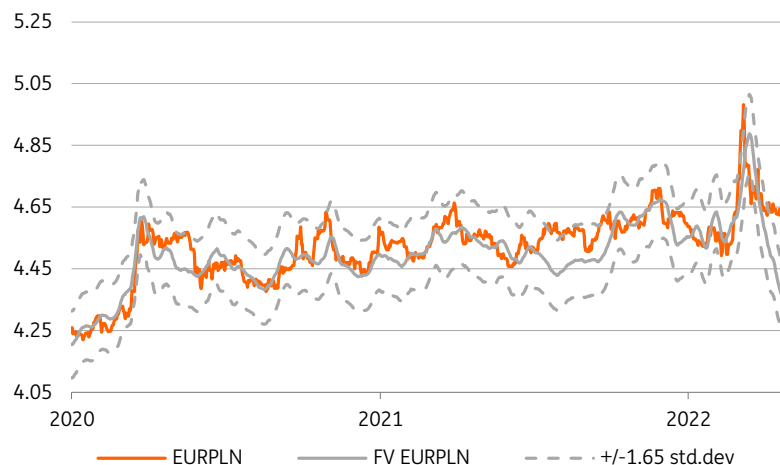
Prognozy walutowe.

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, duże umocnienie złotego wobec euro i dolara. Problemem jest niepewność geopolityczna oraz przedłużający się konflikt wokół KPO. 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

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.