

Tygodnik ING

Do końca cyklu podwyżek stóp NBP nadal daleko. Inflacja w USA prawdopodobnie już za szczytem.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

9 maja 2022



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



W skrócie.

- Ten tydzień pokaże czy inflacja w USA rzeczywiście osiągnęła szczyt 40 letni szczyt. Amerykański rynek pracy wykazuje pierwsze sygnały stabilizacji, po wielu miesiącach rekordowych wzrostów płac i przy wciąż rekordowej nierównowadze między podażą i popytem na pracę (około 6 mln). Amerykański Fed chce schłodzić koniunkturę i spowolnić tempo tworzenia miejsc pracy (oraz płac), ale rynki finansowe zaczynają się obawiać czy możliwe jest tak precyzyjne działanie, aby uniknąć recesji. Tym razem Fed działa inaczej niż przez ostatnią dekadę, nie przejmując się spadkami giełd, a nawet ich oczekuje. Nie brak też innych szoków, jak rosyjska agresja na Ukrainie, czy Covid-19 w Chinach. Dlatego kapitał odpływa z giełd i rynków wschodzących, inaczej niż przez ostatnie lata, w tym samym czasie tracą obligacje, bo banki centralne dzisiaj koncentrują się na najwyższej od wielu dekad inflacji a nie PKB, jak do niedawna.
- W tym tygodniu ważne będą także zapowiedzi nowych sankcji na Rosję po wideokonferencji Grupy G7 oraz środowe dane o inflacji CPI w USA w kwietniu (konsensus 8,1%/r, ING 8,3% vs 8,5%/r w marcu. Zapowiedziano również wystąpienia przedstawicieli Fed i EBC. Jeśli chodzi o dane ze strefy euro, to we wtorek poznamy niemiecki indeks ZEW za kwiecień, który powinien odzwierciedlać wyraźne pogorszenie nastrojów z powodu wojny. W piątek zostanie opublikowana marcowa produkcja przemysłowa w strefie euro.
- W piątek o 14:00 NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za marzec. Prognozujemy, że deficyt obrotów bieżących wyniósł €2496mln przy wzroście eksportu o 12,6%/r (konsensus: 17,1%/r) i wzroście importu o 22,9%/r (konsensus: 29,7%/r). Marzec był pierwszym pełnym miesiącem od wybuchu wojny na Ukrainie, co generuje wyższą niż zwykle niepewność w zakresie obrotów handlu zagranicznego. W szczególności trudno ocenić skalę negatywnego wpływu działań militarnych, zaburzeń w transporcie oraz nakładanych kolejnych sankcji na bezpośrednią wymianę handlową z Ukrainą, Rosją i Białorusią. Na to nałożyły się efekty pośrednie (handel z innymi krajami powiązanymi handlowo z rynkami wschodnimi) oraz zmiany w kierunkach eksportu oraz zaopatrzenia z zagranicy.

Kalendarz makroekonomiczny/m

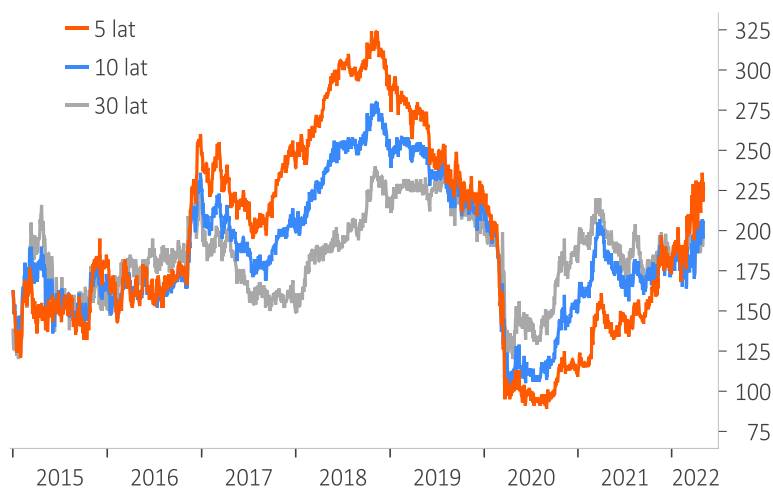
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 V	Niemcy	11:00	Wskaźnik nastrojów ZEW	V	-	-42,5pkt.	-41,0pkt.
11 V	USA	14:30	CPI r/r	IV	8,3%	8,1%	8,5%
			Inflacja bazowa r/r	IV	6,1%	6,1%	6,5%
12 V	UK	8:00	PKB r/r	I kw.	-	9,0%	6,6%
13 V	Polska	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	IV	12,3%	12,3%	11,0%
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	III	-	-0,8%	2,0%
	Polska	14:00	Saldo obrotów bieżących	III	-€2496mln	-€27329mln	-€2871mln

Rynki walutowe – Stabilizacja €/US\$ przy 1,05.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

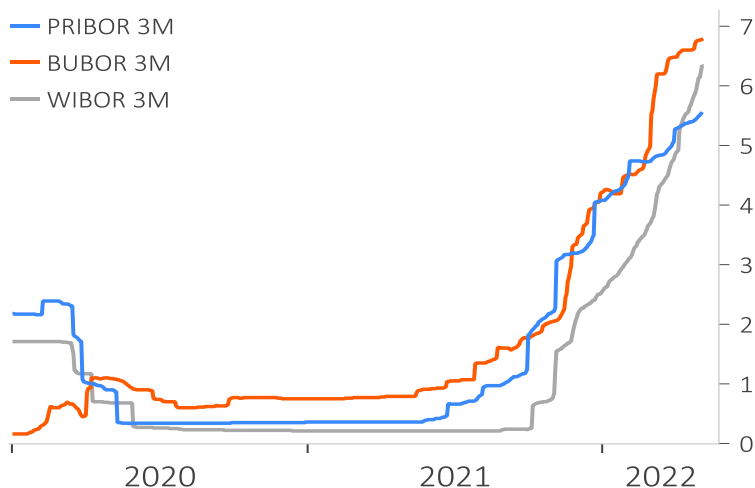
- Od około 2 tygodni para €/US\$ znajduje się w trendzie bocznym, blisko 1,05-06. Wsparciem dla dolara są pogarszające się nastroje na rynkach akcji, czy obawy o konsekwencje gospodarcze ostatnich lockdownów w Chinach. Jednocześnie jednak inwestorzy zastanawiają się, czy wyceniana ścieżka stóp Fed nie jest zbyt wysoka, np. biorąc pod uwagę pewne rozczarowanie jakim była ostatnia decyzja Fed (50 zamiast 75pb.).
- W tym tygodniu punktem uwagi od strony gospodarczej będą prawdopodobnie dane o CPI z USA. Wciąż istnieje ryzyko zaskoczenia danymi po wyższej stronie, ale inflacja w USA może być już za szczytem. Sądzymy, że to dostateczny argument, aby kurs €/US\$ w tym tygodniu utrzymał się blisko 1,05 (szczególnie, że dolarowi dodatkowo pomagają niepewna sytuacja na giełdach, czy obawy o koniunkturę w Chinach). Widzimy istotne szanse, że lokalne wsparcie na 1,05 wytrzyma, ale ryzyko zejścia do kolejnego (1,0350) jest wysokie.
- W naszej ocenie kurs €/US\$ przez dużą część 2-3kw22 utrzyma się bliżej 1,05. Wsparciem dla dolara będzie przede wszystkim polityka Fed, w naszej ocenie FOMC doprowadzi główną stopę procentową ponad 3% na przełomie roku. Z kolei EBC zacznie swój cykl podwyżek raczej dopiero pod koniec 2022, biorąc np. pod uwagę ryzyko zatrzymania importu gazu do dużych gospodarek UE i związanej z tym recesji.

Rynki walutowe – Powrót €/PLN poniżej 4,70.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

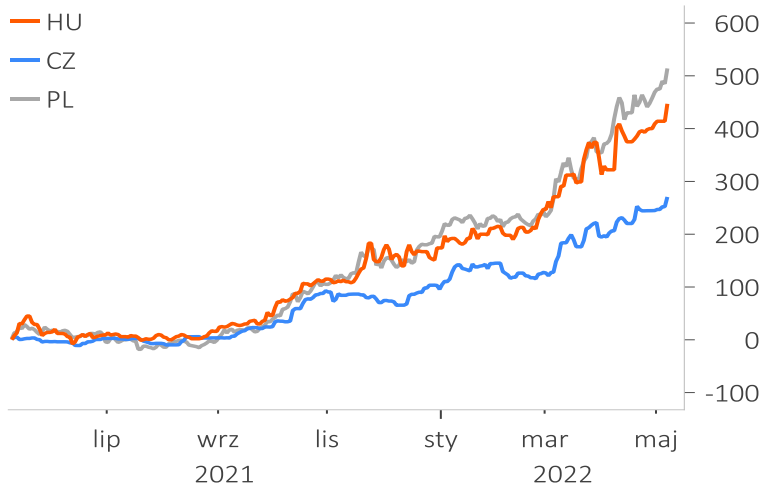


€/PLN:

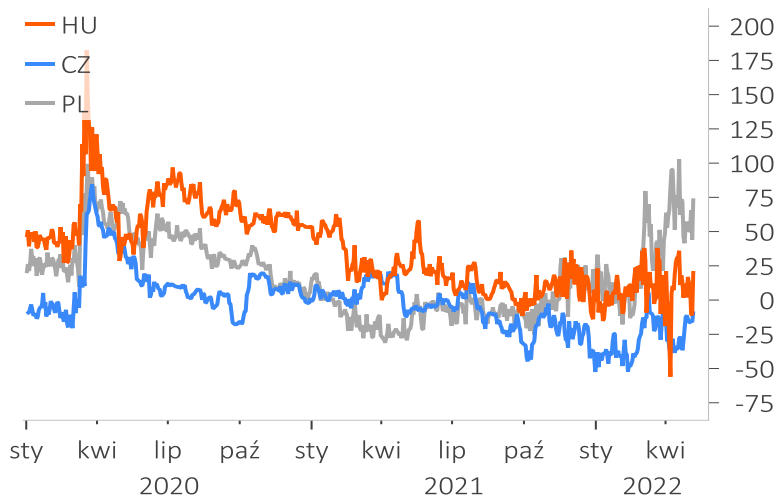
- Kurs €/PLN z poniżej 4,65 pod koniec ubiegłego tygodnia wrócił ponad 4,70. Zaważyła na tym przede wszystkim mniejsza od oczekiwań podwyżka stóp NBP (75pb, a nie 100pb). Większe znaczenie miało także otoczenie międzynarodowe nie było sprzyjające dla walut rynków wschodzących. Cięży im m.in. osłabienie chińskiego juana, które skutkuje koszykowym pozbywaniem się również innych walut rynków wschodzących, wyprzedaż na giełdach. Wysokie stopy w USA i niższy wzrostu gospodarczy to negatywne środowisko dla rynków wschodzących.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu będzie prawdopodobnie wypadkową €/US\$ i oczekiwań na dalsze podwyżki stóp NBP. Jeżeli umocnienie dolara wyhamuje w okolicach 1,05, to oczekujemy powrotu €/PLN poniżej 4,70. Podkreślamy, że zmniejszenie skali ostatniej podwyżki przez RPP nie oznacza szybkiego końca cyklu. Naszym zdaniem większość czynników inflacyjnych, jakie wymienił w kwietniu prezes Głapiński jako uzasadnienie 100pb podwyżki, przybrała tylko na sile. Potwierdzeniem tego jest m.in. piątkowa konferencja szefa NBP, stąd nasza wyższa prognoza stóp.
- Wyższy poziom stóp NBP oznacza szybsze zejście €/PLN w dłuższym terminie. Gdy sytuacja na rynkach się uspokoi kurs €/PLN prawdopodobnie przesunie się poniżej 4,60 szczególnie, że wzrostu stóp w Europie spodziewamy się dopiero w drugiej połowie roku. W naszej ocenie para może zbliżyć się do 4,50 już na przełomie kwartału, wraz z zakładanym spadkiem napięć związanych z wojną. Dużym wsparciem dla złotego byłoby odblokowanie KPO (z którego środki zostałyby wymienione na złote na rynku). Brak jednak sygnałów, aby postęp w negocjacjach był istotny.

Rynek długu – perspektywy SPW nadal negatywne.

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



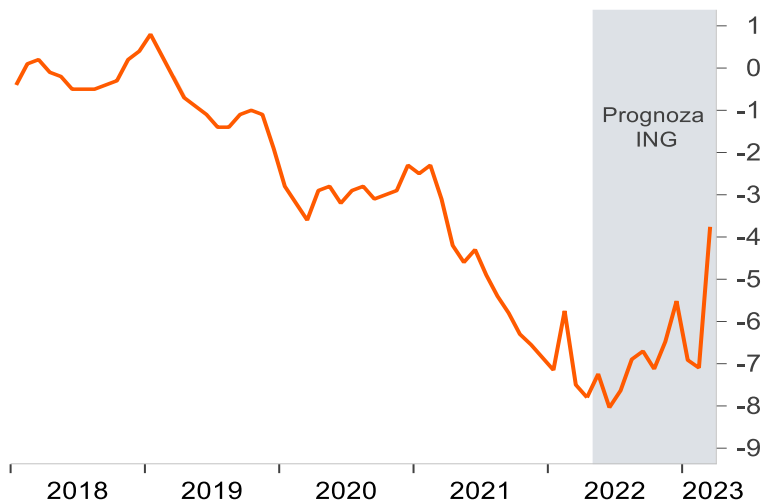
Asset swapy 10L w CEE od 2020



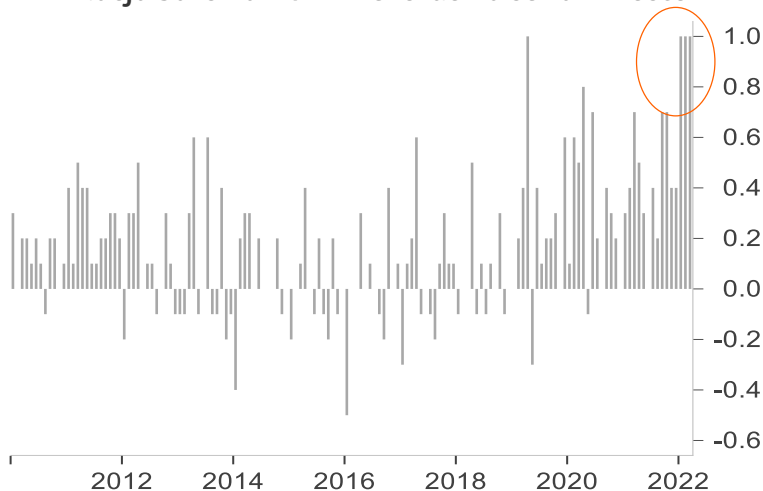
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy dalszą przecenę, zarówno na bazowych rynkach długu, jak i w przypadku SPW. Inwestorzy obawiają się zaostrzenia szoków podażyowych i dłuższej inflacji, czy dużej podaży długu. Mimo rozczarowania decyzją NBP skala przeceny SPW w ubiegłym tygodniu jest większa niż na rynkach bazowych. Inwestorzy obawiają się, że RPP może być znów zmuszona nadganiać inflację podwyżkami stóp, bo ta ciągle zaskakuje. Dokłada się do tego ciągle słaba płynność na rynku długu.
- Niezmiennie spodziewamy się wzrostów rentowności SPW, prawdopodobnie nadal większych niż na rynkach bazowych. Osłabienie krajowego długu w tym tygodniu powinno być jednak raczej mniejsze jak w ubiegłym. Inwestorzy pozostają zdezorientowani co do docelowego poziomu stóp NBP. Ciągłe zaskoczenia inflacją po wyższej stronie podnoszą wyceniany docelowy poziom stóp NBP (podnieśliśmy nasze prognozy do 8,5% wobec 7,5% wcześniej). To z kolei nie pozwala na większy napływ kapitałów z zagranicy. W efekcie presji na osłabienie SPW towarzyszy ciągle niska płynność i wysoka zmienność cen.
- Kolejne sankcje na Rosję oraz odwetowe z rosyjskiej strony to także przede wszystkim ryzyko inflacyjne dla Polski. Gasną też oczekiwania na szybkie obniżki stóp, np. już w przyszłym roku. Wzrosło ryzyko zahamowania eksportu gazu z Rosji do Niemiec. Oznaczałoby to pogorszenie koniunktury u naszego partnera handlowego, a więc i w Polsce. Taki scenariusz powinien jednak skutkować wzrostem asset swapów, kompensując spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP.

Stopy: Ciągłe daleko do końca cyklu podwyżek NBP.

Stopa referencyjna NBP skorygowana o inflację



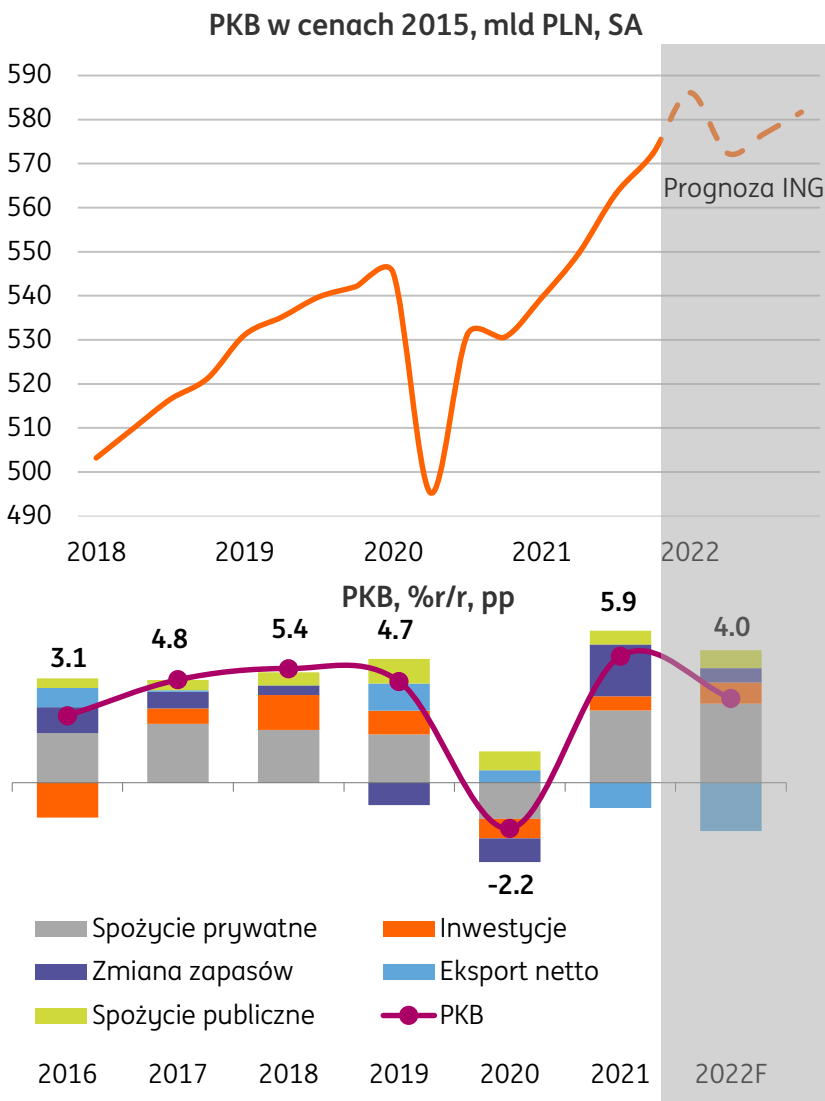
Inflacja bazowa m/m – rekordowa seria wzrostów



Źródło: Macrobond.

- Skala zeszlotygodniowej podwyżki stóp NBP była mniejsza niż wyceniał to rynek (75 zamiast 100pb). Uważamy jednak, że nie jest to zapowiedź szybkiego końca cyklu podwyżek. Konferencja prasowa prezesa NBP i nasze prognozy CPI wspierają nasze oczekiwania na docelową stopę na poziomie 8,5% vs 7,5% jak do niedawna mówiliśmy. Stopa 8,5% może zostać osiągnięta nawet przed końcem 2022.
- Policy mix (złożenie polityki pieniężnej i budżetowej) w Polsce istotnie różni się także od wielu innych krajów. W Polsce ekspansja fiskalna jest tak duża (mierzona wpływem na PKB), że do niedawna kompensowała efekt podwyżek stóp, efektywnie wejście policy mix w obszar zacieśnienia nastąpiło dopiero niedawno. Dzieje się to przy rekordowej CPI, a także inflacji bazowej pokazującej silne efekty drugiej rundy. Podwyżki potrwają co najmniej do 4kw22 (kiedy oczekujemy szczytu CPI).
- Silny popyt krajowy w połączeniu z zewnętrznymi szokami, np. surowcowym, skutkuje występowaniem efektów drugiej rundy i wysokim wzrostem cen. Pokazuje to inflacja bazowa, która 4 miesiące z rzędu rośnie po 1%/m. Co więcej pełne przełożenie PPI (20%/r) na ceny konsumpcyjne zajmie jeszcze 2-3 kwartały. Stąd retoryka NBP pozostaje bardzo jastrzębia. Pierwszy raz od miesiący prezes NBP przyznał, że punktem obaw są oczekiwana inflacyjne, a to oznacza że NBP ma także duże obawy nt efektów drugiej rundy.
- Najbliższe miesiące przyniosą dalszą propagację szoków cenowych w gospodarce. Wzrost różnych kosztów zmusza firmy do podnoszenia cen swoich wyrobów. Presję kosztową dodatkowo podbijają rosnące wynagrodzenia. Lokalny szczyt inflacji (15%/r) przewidujemy w 2poł22 oraz na początku 2023. Należy być przygotowanym na bardziej pesymistyczne scenariusze (CPI 15-20%/r).

PKB: Wysoki punkt startowy dla wzrostu PKB w 2022.



Źródło: GUS, ING.

- Początek 2022 był bardzo udany dla polskiej gospodarki, która nie odczuwała jeszcze skutków inwazji Rosji na Ukrainę, rozpoczętej 24 lutego. Nasze szacunki wskazują na **wzrost PKB w 1kw22 o 8,5%/r**, co w ujęciu odsezonowanym oznacza ponad 2%/kw/kw. W połączeniu ze znaczącym efektem przeniesienia (carryover) z 2021 (~3%) daje to **wysoki punkt startowy na cały 2022**. Uwzględniając szacunek PKB za 1kw22 **rewidujemy prognozę wzrostu PKB na cały rok do 4%** z 3,2% oczekiwanych wcześniej.
- Obecny scenariusz wciąż zakłada wyraźny **spadek tempa PKB w 2kw22 i 2poł22 (poniżej 2%/r w 4kw22)**. Oczekujemy negatywnego wpływu wojny i związanych z nią sankcji na polski eksport kierowany na Wschód, ale również Zachód Europy. Zakłócenia dostaw spowolnią tempo odbudowy zapasów. Niepewność ograniczy nowe inwestycje firm. Spadek rocznego tempa PKB w 2kw22 to także efekt bardzo wysokiej bazy z 2kw21, kiedy gospodarka odbiła po otwarciu. Wciąż mocnym punktem będzie konsumpcja, to zakupy przez i na rzecz uchodźców. Także ekspansywna polityka fiskalna podtrzyma wysoki wzrost wydatków.
- **Prognozy na 2022 są obarczone wysoką niepewnością.** Wiele zjawisk ekonomicznych będzie nie tyle wynikać z czynników cyklicznych i fundamentalnych, ale przebiegu wojny na Ukrainie, zwłaszcza skali konfliktu zbrojnego oraz długości jego trwania. Poza zidentyfikowanymi czynnikami o charakterze popytowym (pogorszenie nastrojów, negatywny wpływ na eksport, podwyższona niepewność), ujawnią się kolejne zaburzenia o charakterze podażowym (utrudniony transport przez Rosję i Ukrainę). **Widzimy też pozytywy:** polski przemysł ciężki rośnie szybciej (własna produkcja energii, metali), polskie firmy dostają też wiele zamówień z Zachodu, bo tani producenci z Azji kolejny raz zawiodą.

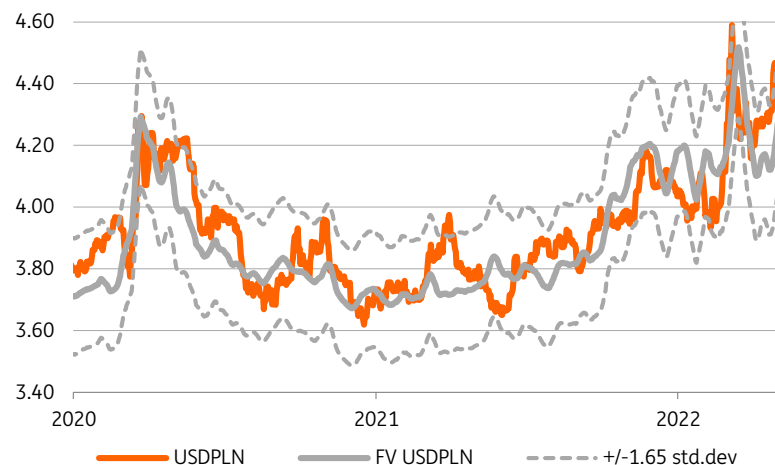
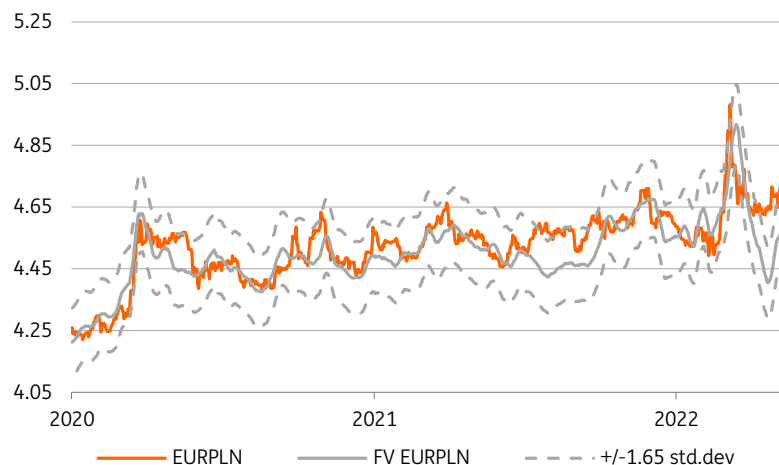
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23
US\$/PLN	4.20	4.19	4.19	4.18	4.14	4.11	4.08	4.10	4.12	4.02	3.99	3.97
€/PLN	4.58	4.53	4.52	4.51	4.50	4.50	4.49	4.53	4.57	4.46	4.45	4.44
CHF/PLN	4.41	4.40	4.39	4.38	4.30	4.23	4.16	4.14	4.12	3.97	3.91	3.86
GBP/PLN	5.54	5.52	5.51	5.50	5.45	5.40	5.35	5.39	5.43	5.29	5.28	5.26

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro według naszych szacunków pozostaje bardzo wysokie. Rosnące oczekiwania na wzrost stóp procentowych w Polsce uzasadniają dalsze, duże umocnienie złotego wobec wspólnej waluty. 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.