

Tygodnik ING

Globalne rynki długu w trendzie bocznym. Silny wzrost PKB w 1kw22 w kraju.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

16 maja 2022



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



W skrócie.

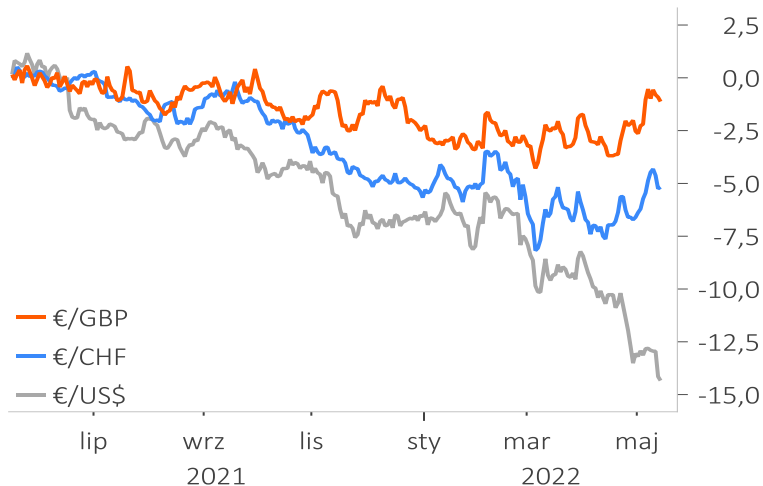
- Bazowe rynki długu weszły w trend boczny. Co prawda kwietniowa inflacja w USA spowolniła mniej od oczekiwań, ale są inne sygnały wskazujące, że 41-letni szczyt CPI może być za nami, np. płace rosną wolniej od paru miesięcy i plany podwyżkowe firm w USA także wskazują na trwałość tego trendu. Na rynku pojawia się także coraz więcej opinii, że skala zacieśnienia warunków finansowych w USA (łączna miara zacieśnienia polityki pieniężnej obejmująca rynek stóp, kredytowy, akcji) może być wystarczająca dla zapanowania nad przegrzaniem rynkiem pracy, tempem PKB i docelowo inflacją w USA.
- Wciąż uważamy, że szanse na powrót wzrostów rentowności są większe niż ich trwały spadek. W tym tygodniu argumentem za dalszą stabilizacją rentowności są rozczarowujące dane o aktywności gospodarczej z Chin, czy niepewność czy restrykcyjne lockdowny nie rozszerzą się na inne aglomeracje, po tym jak Szanghaj wydaje się z nich wychodzić. Z drugiej strony dane z USA mogą być mocne, np. sprzedaż detaliczna i produkcja, oddalając obawy że zacieśnienie Fed spowoduje recesję.
- Najważniejszą publikacją tygodnia z kraju będzie wstępny szacunek PKB w 1kw22. Szacujemy, że po mocnym 4kw21, początek tego roku przyniósł kontynuację dynamicznego wzrostu gospodarczego. Na dane o strukturze wzrostu będziemy musieli poczekać do 31 maja. Naszym zdaniem dalszemu dynamicznemu wzrostowi konsumpcji towarzyszył w 1kw22 solidny wzrost inwestycji, na co wskazują mocne dane z branży budowlanej w ostatnich miesiącach. Tak wysoki punkt startowy w 1kw22 oznacza, że całoroczne PKB uśredni się do około 4%, pomimo faktu, że w 4kw22 roczne tempo PKB może spaść poniżej 2%r/r.
- W tegorocznej aktualizacji Programu Konwergencji rząd szacuje deficyt sektora general government w 2022 na 4,3% PKB. To blisko naszej dotychczasowej prognozy tj. 4,5% PKB. Wcześniej w budżecie na 2022 deficyt sektora był szacowany na 2,9% PKB, a potrzeby pożyczkowe budżetu państwa netto na PLN59,3mld. W 2021 deficyt wyniósł 1,9%PKB. Mierząc skalę ekspansji fiskalnej i zacieśnienia monetarnego wpływem na PKB, szacujemy że netto policy mix dopiero niedawno weszło w obszar zacieśnienia.

Kalendarz makroekonomiczny/m

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
17 V	Polska	10:00	PKB r/r	1 kw.	8,5%	8,1%	7,3%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	1 kw.	-	5,0%	5,0%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	IV	0,9%	0,8%	0,7%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	IV	0,5%	0,4%	0,9%
20 V	Polska	10:00	Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	IV	2,7%	2,7%	2,4%
			Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	IV	12,6%	12,6%	12,4%
			Produkcja przemysłowa r/r	IV	15,5%	15,4%	17,3%

Rynki walutowe – dolar na razie pozostanie mocny.

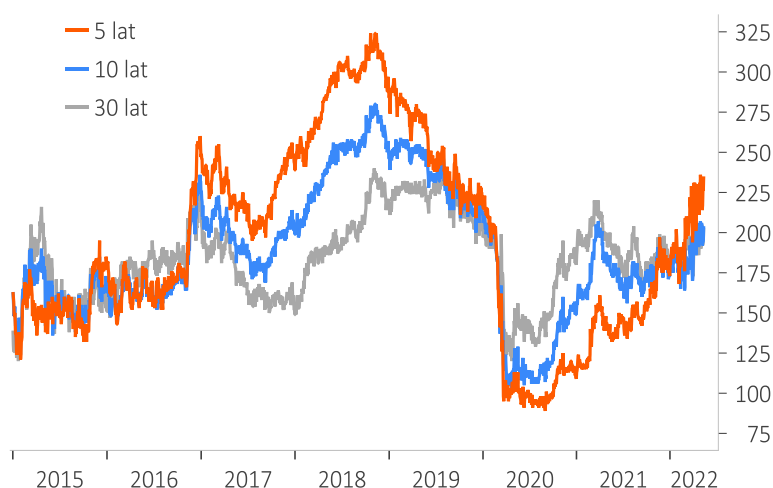
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ przełamał wsparcie na 1,05 i wyhamował spadek dopiero przy kolejnym poziomie technicznym 1,0350. Popyt na dolara wzmocniły m.in. obawy o koniunkturę w Chinach, gdzie dodatkowo dochodzi do znaczącej przeceny juana.
- Ten tydzień rozpoczyna się od serii słabych danych z gospodarki realnej Chin. Najprawdopodobniej podtrzymają one obawy o koniunkturę w Państwie Środka (m.in. jako efekt polityki Zero-Covid) oraz presję na juana. W kolejnych dniach uwagę rynków przykują dane ze sfery realnej w USA (wtorek). Spodziewamy się solidnych wyników z amerykańskiej gospodarki, co w połączeniu z ww. wynikami z Chin powinno utrzymać parę €/US\$ blisko wsparcia na 1,0350.
- Spadek €/US\$ poniżej 1,05 traktujemy raczej jako krótkoterminowe zawirowania na rynku, związane np. z niepewną sytuacją w Azji. W razie pogorszenia nastrojów na rynkach nie można wykluczyć nawet głębszego umocnienia dolara, ale w gospodarce USA pojawiają się już wyraźne sygnały, że dolar jest zbyt mocny. Np. na PKB w 1kw22 silnie zaciżyło pogorszenie eksportu netto.
- W 3kw22 para powinna utrzymać się dość blisko 1,05. To poziom odpowiadający różnicy stóp procentowych między Fed i EBC wycenianej przez rynek. Na razie nie ma sygnałów wskazujących, aby EBC miał istotnie opóźnić rozpoczęcie swojego cyklu podwyżek stóp. Z kolei inflacja w USA prawdopodobnie przekroczyła już szczyt, więc do wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp Fed także raczej już nie dojdzie.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

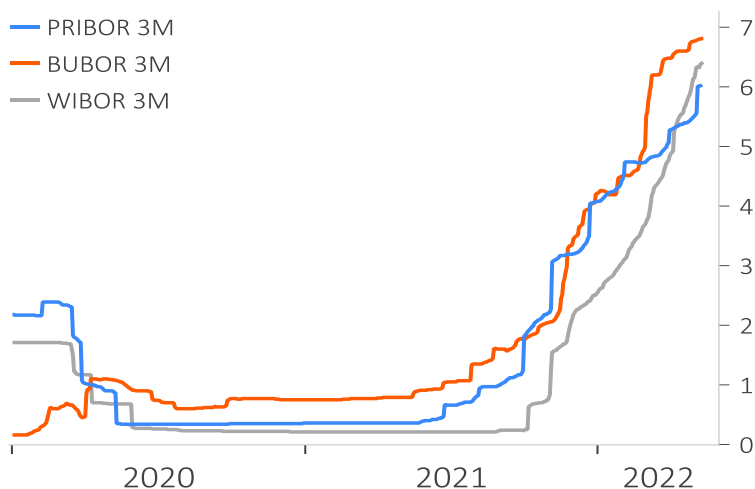


Rynki walutowe – stopniowe umocnienie złotego.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

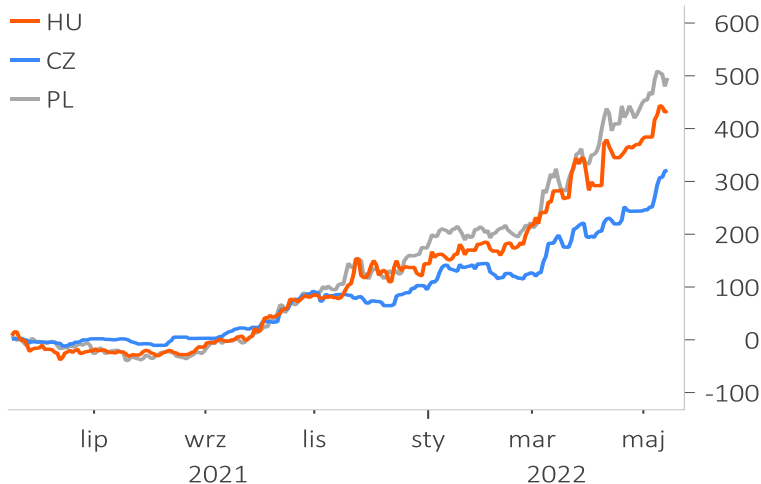


€/PLN:

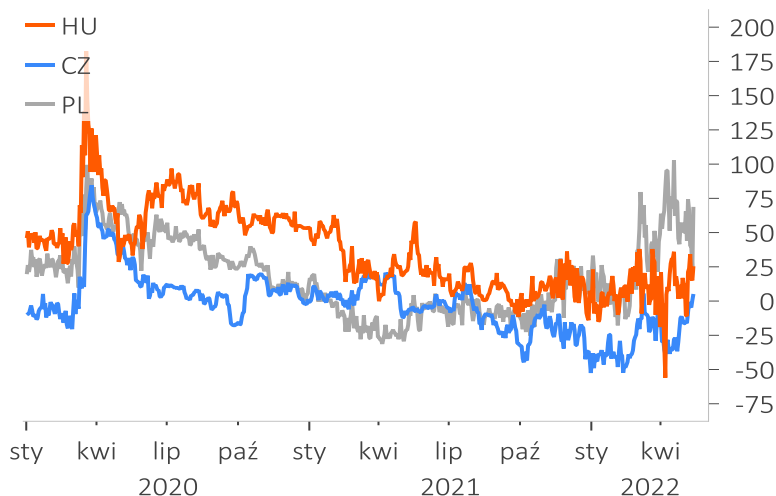
- W ubiegłym tygodniu złoty radził sobie relatywnie dobrze mimo umocnienia dolara. Kurs €/PLN z ponad 4,70 cofnął się do 4,68. Krajowa waluta kontynuowała też umocnienie wobec forinta. Zyskiwała również do korony czeskiej, dopóki tamtejszy bank centralny nie rozpoczął interwencji. W naszej ocenie złotego wsparły oczekiwania na podwyżki stóp, jak i nadzieje części inwestorów na nieodległe odblokowanie KPO po ostatnich komentarzach ze Komisji Europejskiej i polskiego rządu.
- Złoty bardzo dobrze zniósł spadek €/US\$ w ubiegłym tygodniu, czy osłabienie juana. Na ogół zachęca to do zajmowania krótkoterminowych pozycji na spadek €/PLN. Poniedziałkowe wiadomości z Chin (słabe dane ze sfery realnej, wzmacniające obawy o ekonomiczne konsekwencje polityki Zero-Covid) raczej wykluczają jednak umocnienie krajowej waluty już na początku tygodnia. Tym niemniej, jeżeli wsparcie na 1,0350 na €/US\$ zdoła się wybronić, to powinniśmy obserwować zejście €/PLN do około 4,63 w horyzoncie tygodnia. Wsparciem dla złotego są oczekiwania na dalsze podwyżki stóp NBP, jak i większy optymizm co do odblokowania KPO.
- Polityka NBP naszym zdaniem uzasadnia też dalszy spadek €/PLN w dłuższym terminie. Szczególnie, że wzrostu stóp w Eurolandzie spodziewamy się dopiero w drugiej połowie roku. Na razie złotemu szkodzi jednak niepewna sytuacja międzynarodowa (np. słaby juan). Uważamy, że kurs €/PLN przesunie się poniżej 4,60, nawet już pod koniec maja. Oczekujemy również, że para może zbliżyć się do 4,50 już na przełomie kwartału, wraz z zakładanym spadkiem napięć związanych z wojną.

Rynek długu – Stabilizacja lub dalsze umocnienie.

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



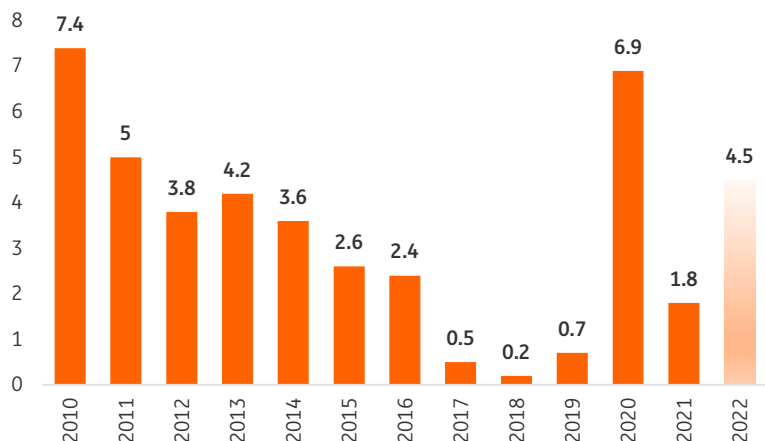
Asset swapy 10L w CEE od 2020



- W ubiegłym tygodniu rentowności amerykańskiej i niemieckiej 10latki cofnęły się o ponad 20pb. Inwestorów do papierów najprawdopodobniej zachęciły dane o inflacji z USA, które pokazały, że szczyt CPI został już osiągnięty. Rynek także nieco mniej koncentruje się na inflacji, a więcej na spowolnieniu PKB, trwającym w Chinach i oczekiwanym w USA i innych rynkach bazowych. SPW również zyskały, ale o kilka pb mniej niż Bund. To m.in. efekt piątkowych danych o inflacji z kraju, które zostały zrewidowane w górę.
- Bazowe rynki długu weszły w trend boczny, trudno powiedzieć jak trwały. Punktem uwagi są sygnały wskazujące na lepsze perspektywy inflacji (np. spadek dynamiki płac) oraz duża skala zacieśnienia warunków finansowych w USA (łączna miara zacieśnienia polityki pieniężnej obejmująca rynek stóp, kredytowy, akcji). W tym tygodniu argumentem za dalszą stabilizacją rentowności są też rozczarowujące dane o aktywności gospodarczej z Chin. Dlatego otoczenie międzynarodowe powinno wspierać umocnienie SPW na początku tego tygodnia. Spodziewamy się jednak, że krajowy dług nadal będzie radzić sobie słabiej niż np. Bund.
- W Polsce inflacja nie osiągnęła jeszcze szczytu i cały czas zaskakuje po wyższej stronie. W efekcie podnoszą się oczekiwania na docelowy poziom stóp NBP. To hamuje dodatkowo napływ inwestorów zagranicznych na nasz rynek długu. Dlatego też uważamy, że wzrosty rentowności SPW powinny dość szybko powrócić. Oczekiwany docelowy poziom stóp NBP ustabilizuje się raczej dopiero w 2poł22, bliżej szczytu inflacji. Wtedy też rentowności SPW powinny osiągnąć szczyt w tym cyklu.

Nowelizacja budżetu: większe potrzeby i ekspansja fiskalna

Deficyt sektora general government, %PKB



Koszt Tarcz Antyinflacyjnych w 2022

Działanie	Koszt w 2022
0% VAT na gaz	PLN4,1mld
5% VAT na ogrzewanie	PLN1,4mld
5% VAT na elektryczność	PLN4,6mld
0% VAT na żywność	PLN5,4mld
8% VAT na paliwa	PLN5,7mld
12% PIT, akcyza i rekompensaty (prąd, nawozy)	PLN15,4mld
ŁĄCZNIE	PLN36,7mld

Źródło: Ministerstwo Finansów, ING..

- W tegorocznej aktualizacji Programu Konwergencji rząd **szacuje deficyt sektora general government w 2022 na 4,3% PKB**. To blisko naszej dotychczasowej prognozy tj. 4,5% PKB.
- Wcześniej w budżecie na 2022 deficyt sektora był szacowany na 2,9% PKB, a potrzeby pożyczkowe budżetu państwa netto na PLN59,3mld. W 2021 deficyt wyniósł 1,9%PKB.
- Od czasu uchwalenia budżetu państwa na ten rok rząd zapowiedział i częściowo wdrożył szereg nowych działań. W efekcie obecny plan budżetowy już się zdezaktualizował, a **budżet państwa będzie musiał zostać znowelizowany**.
- Nowe działania po stronie dochodowej:
 - ❑ **Cięcia podatków pośrednich** (VAT, akcyza) na paliwa, gaz, energię elektryczną, ogrzewanie i żywność (~0,8%PKB).
 - ❑ **Dodatkowa obniżka podatków bezpośrednich** (pierwsza stawka PIT w dół do 12% z 17%) od lipca (~0,2%PKB).
- Nowe działania po stronie wydatkowej:
 - ❑ **Wyższa indeksacja i 14ta emerytura** (~0,6%PKB).
 - ❑ **Rekompensaty i inne elementy wydatkowe tarcz antyinflacyjnych i tarczy antyputinowskiej** (~0,3%PKB).
 - ❑ **Bezpośrednia pomoc dla uchodźców** (~0,1%PKB).
- Nowa stymulacja fiskalna (2.0% PKB) zwiększy potrzeby pożyczkowe budżetu centralnego w 2022, ale tylko o 0,6-0,8%PKB (**PLN20-25mld**) **względem ustawy budżetowej**. MinFin pozostałe nowe potrzeby może pokryć z: (1) wysokiej poduszki płynnościowej (PLN87mld), (2) przez PFR i BGK, (3) przejściowo wpłatami środków z KPO (timing).
- Szacujemy także, iż łączny impuls fiskalny wyniesie w 2022 roku 2,6-3%PKB. Mierząc skalę ekspansji fiskalnej i zacieśnienia monetarnego wpływem na PKB, szacujemy że netto politycy mix dopiero niedawno weszło w obszar zacieśnienia. Aby zapanować nad inflacją potrzeba dalszych istotnych podwyżek stóp, do 8,5%, z ryzykiem w górę (7,5-10%), gdyby okres wysokiej inflacji się wydłużał.

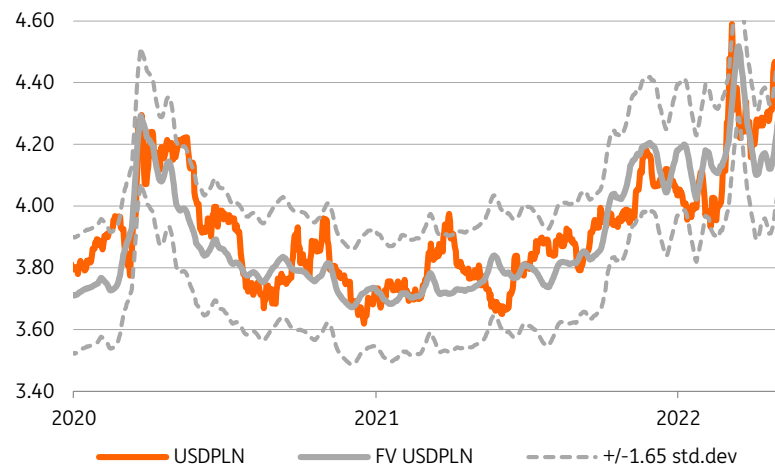
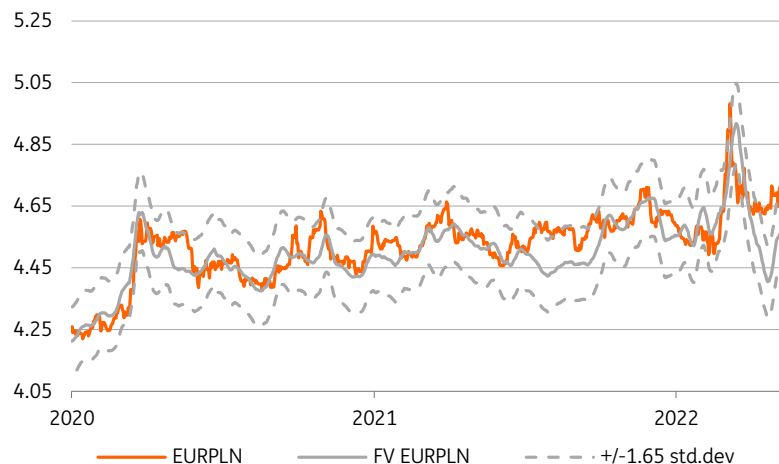
Prognozy walutowe.

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.