

Tygodnik ING

€/PLN wkrótce poniżej 4,60. Silny popyt w kraju pomimo wojny.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

23 maja 2022



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



W skrócie.

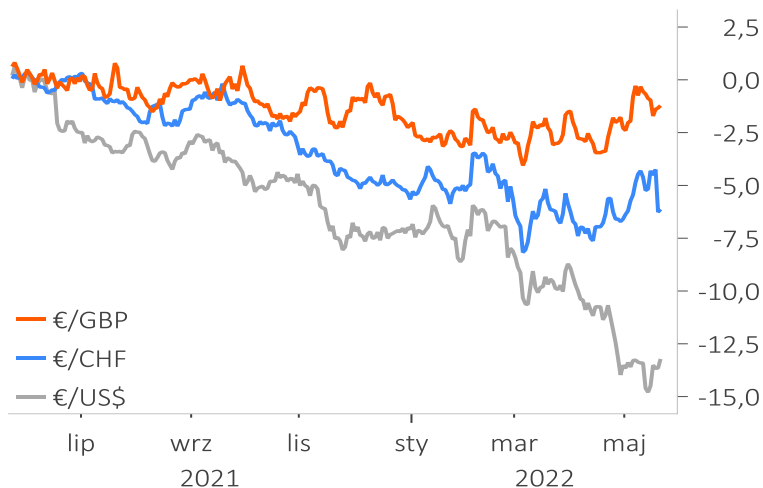
- Trwa dyskusja o spowolnieniu koniunktury i szczycie inflacji w USA. Pojawiają się pierwsze rewizje w dół prognoz PKB. Główne argumenty to duża skala zacieśnienia warunków finansowych, jakie spowodowały dotychczasowe podwyżki Fed oraz komunikacja kolejnych. Spowodowało to skok stóp rynkowych, korektę giełd oraz umocnienie dolara. Także miękkie dane z USA w ub. tygodniu pokazują pierwsze sygnały chłodzenia rynku pracy, a to element na którym Fed bardzo zależy, aby inflacja nie wymknęła się spod kontroli. Dotychczasowe twarde dane z USA nie są słabe, a te które poznamy w tym tygodniu również raczej oddalą obawy o recesję, chociaż deflator PCE może pokazywać że inflacja przekroczyła szczyt.
- We wtorek poznamy wskaźniki PMI za maj w Niemczech, Francji, strefie euro, Wielkiej Brytanii; szczególnie dane dotyczące przemysłu Eurolandu i Niemiec mogą pokazać iż wpływ wojny na gospodarkę, kolejny miesiąc, jest mniejszy od oczekiwań. Z kolei sektor usług notuje mocną aktywność dzięki otwarciu po Omikronie. Taki obraz wskazują też opublikowane w poniedziałek wyniki badania Ifo z Niemiec. Ostatnia retoryka ECB wskazuje na zaniepokojenie słabym euro i efektami drugiej rundy oraz więcej podwyżek stóp niż zakłada konsensus ekonomistów.
- Początek 2kw22 stoi pod znakiem wciąż dynamicznej konsumpcji i utrzymującej się presji cenowej. Dzisiejsze dane o sprzedaży detalicznej, chociaż zaburzone przez efekt niskiej bazy z kwietnia 2022, pokazują że popyt konsumpcyjny jest mocny. To oznacza, że bariera popytu jest niska co wzmacnia efekty drugiej rundy, a więc przerzucanie wysokich kosztów na ceny detaliczne. O tym jak wysokie koszty mają firmy świadczy indeks PPI, który zaskoczył wzrostem aż 23%/r. Naszym zdaniem, obserwujemy wojenną falę wzrostów cen hurtowych, która jeszcze do końca roku będzie przekładać się na inflację CPI. Wysoki wzrost wynagrodzeń w kwietniu także wskazuje, że żądania płacowe są silne. Dane o sprzedaży detalicznej, PPI i wynagrodzeniach dostarczają silnych argumentów za dalszymi podwyżkami stóp. RPP powinna interweniować, aby zatrzymać spiralę inflacyjną. W czerwcu RPP może podnieść stopy procentowe o 100pb. Oczekujemy wzrostu głównej stopy NBP do 7,5% w tym roku, a docelowo do 8,5%.

Kalendarz makroekonomiczny/m

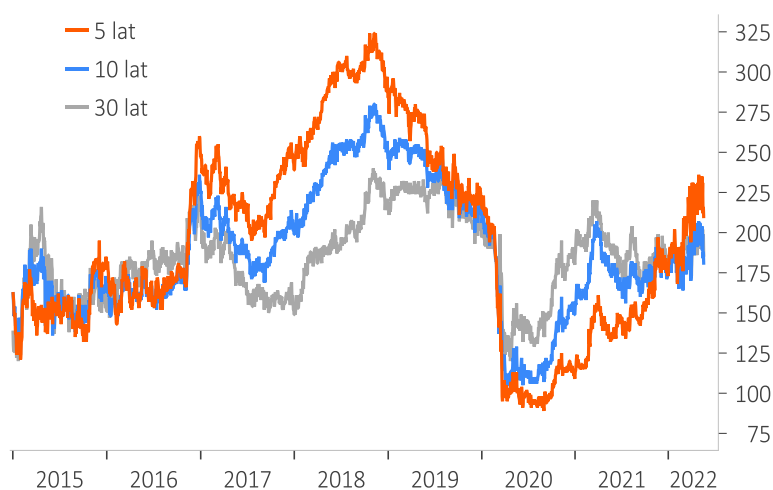
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
24 V	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo	V	53,0pkt.	54,0pkt.	54,6pkt.
			PMI - usługi	V	56,0pkt.	57,3pkt.	57,6pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo	V	53,5pkt.	55,0pkt.	55,5pkt.
			PMI - usługi	V	57,7pkt.	57,9pkt.	57,7pkt.
25 V	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	IV	5,2%	5,3%	5,4%
26 V	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR – drugi szacunek	I kw.	-1,2%	-1,3%	-1,4%
		16:00	Nastroje gosp. domowych.	V	59,1pkt.	59,1pkt.	59,1pkt.

Rynki walutowe – Powrót €/US\$ do 1,05.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

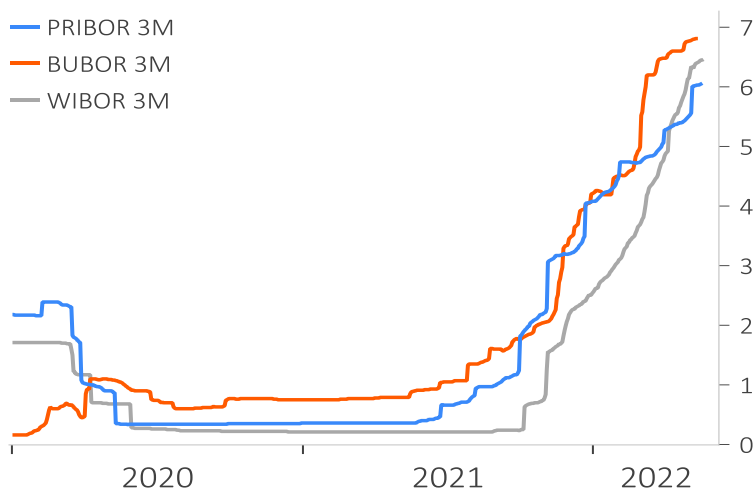
- W ubiegłym tygodniu po nieudanych próbach wybicia się poniżej 1,0350 para €/US\$ wzrosła do 1,06. Inwestorów zaniepokoiła seria słabszych danych z USA, sugerujących ryzyko recesji i mniejszą skalę podwyżek Fed. Z kolei istotnym wsparciem dla euro był protokół z ostatniego posiedzenia EBC, wskazujący, że do pierwszej podwyżki stóp w strefie euro może dojść już w lipcu.
- W tym tygodniu powinno dojść do powrotu kursu do 1,05 lub poniżej. Poznamy m.in. dane o koniunkturze ze strefy euro (PMI). Spodziewamy się, że gospodarcze skutki rosyjskiej agresji, czy zaburzeń w dostawach z Azji, będą mieć ograniczony negatywny wpływ na europejskie gospodarki. Cały czas postrzegamy też ryzyko powrotu €/US\$ do wsparcia na 1,0350 jako istotne. Nastroje na rynkach pozostają nerwowe i doniesienia z Ukrainy, czy dalsze pogorszenie koniunktury w Chinach (jako efekt polityki Zero Covid), mogą dość łatwo wywołać panikę wśród inwestorów i powrót do bezpiecznego dolara.
- Oczekujemy, że w 3kw22 para €/US\$ utrzyma się dość blisko 1,05. To poziom odpowiadający różnicy stóp procentowych między Fed i EBC wyceniany przez rynek. Na razie nie ma sygnałów wskazujących, aby EBC miał istotnie opóźnić rozpoczęcie swojego cyklu podwyżek stóp. Przeciwnie, komentarze z EBC, w tym ostatnie minutes sugerują raczej przyspieszenie podwyżek. Z kolei inflacja w USA prawdopodobnie przekroczyła już szczyt, więc do wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp Fed także raczej już nie dojdzie.

Rynki walutowe – stopniowe umocnienie złotego.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

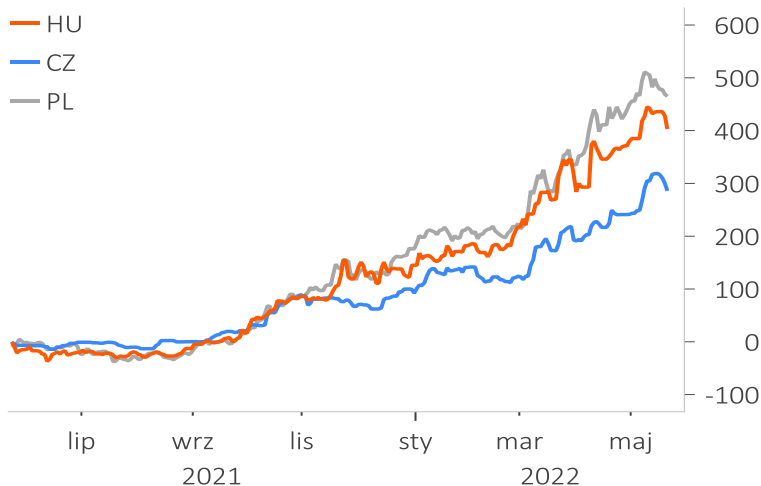


€/PLN:

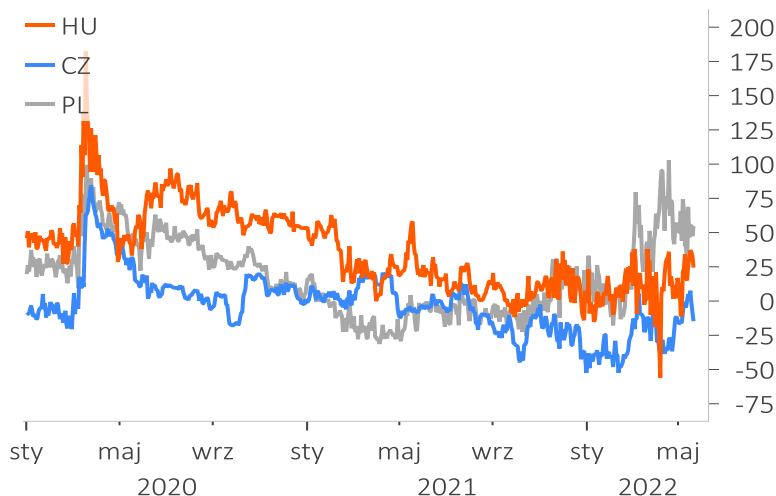
- Zachowanie krajowych aktywów w ubiegłym tygodniu zdeterminował komentarz z Komisji Europejskiej wskazujący na istotne szanse na nieodległe odblokowanie środków z Funduszu Odbudowy. To oznaczałoby większy popyt na złotego - środki z KPO byłyby wymienione na rynku na PLN. W efekcie para €/PLN spadła z 4,68 do 4,63.
- Kurs €/PLN w zasadzie przebił już wsparcie na 4,63 w piątek wieczór. To otwiera drogę do zejścia pary do 4,60-61. Złotego cały czas wspierają oczekiwania na dalsze, duże podwyżki stóp NBP, które kwietniowe dane z kraju tylko wzmocniły. Podobnie bardzo mocny i proinflacyjny obraz koniunktury w kraju podtrzymały poniedziałkowe dane o sprzedaży detalicznej. Inwestorzy mają też nadzieje na nieodległe odblokowanie KPO. Na większy ruch już w tym tygodniu mogą nie pozwolić PMI z Eurostrefy i oczekiwany spadek €/US\$. Kurs €/PLN powinien jednak przesunąć się poniżej 4,60 już w przyszłym tygodniu.
- Kolejne podwyżki stóp przez NBP oraz zmiana sposobu wymiany środków walutowych przez MF (na rynku, a nie w NBP) naszym zdaniem uzasadniają też dalszy spadek €/PLN w dłuższym terminie. Podwyżki stóp EBC mogą zacząć się wcześniej niż zakładaliśmy, ale ich skala może być większa niż zakładamy w podstawowym scenariuszu. W 2poł22 zakładamy też dalszą normalizację sytuacji na rynkach, m.in. wraz ze spadkiem napięć związanych z wojną. Powinno to pozwolić na powrót €/PLN w pobliżu 4,50 przed końcem roku.

Rynek długu – Stabilizacja lub dalsze umocnienie.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- U ubiegłym tygodniu na krajowym rynku długu trwała dość istotna korekta / umocnienie. Rentowności na długim końcu obniżyły się o około 30pb. To efekt wzrostu oczekiwań na szybkie uruchomienie Funduszu Odbudowy i niższą podaż SPW. Wycenom krajowych papierów pomogła też sytuacja na rynkach bazowych. Po szczycie CPI w USA inwestorzy spekulują, że podwyżki Fed będą mniejsze niż zakładano.
- W horyzoncie tego tygodnia nadal dominują czynniki przemawiające za umocnieniem SPW. Inwestorzy liczą na uruchomienie KPO, a otoczenie międzynarodowe nadal powinno obligacje wspierać. Przestrzeń do spadku rentowności jest jednak niewielka. Dane z kraju potwierdzają utrzymanie mocnej koniunktury oraz boomu konsumpcyjnego, a to dobre warunki do przetrwania rekordowych kosztów firm na detalu, obawiamy się że spirala inflacyjna wymyka się spod kontroli. To z kolei powinno skutkować wzrostem stawek swap.
- Sytuacja gospodarcza w kraju sugeruje, że do szczytu CPI zostało jeszcze kilka miesięcy, a ryzyka inflacyjne ciągle są po wyższej stronie. Co więcej, tempo spadku CPI w 2023 może okazać się mniejsze niż rynek obecnie wycenia, co w połączeniu z ekspansywną polityką fiskalną rządu wyklucza obniżki stóp przed 2024. Dlatego oczekujemy, że szczyt rentowności SPW w tym cyklu jest jeszcze przed nami. O ile napływ środków z KPO znów nie stanie pod znakiem zapytania, to wzrost rentowności SPW powinien wynikać głównie z wyższej ścieżki swapów w PLN. Ponadto, wyceniany przez rynek docelowy poziom stóp NBP ustabilizuje się raczej dopiero w 2pół22, bliżej szczytu inflacji. Dopiero wtedy spodziewamy się trwałego powrotu inwestorów zagranicznych na rynek.

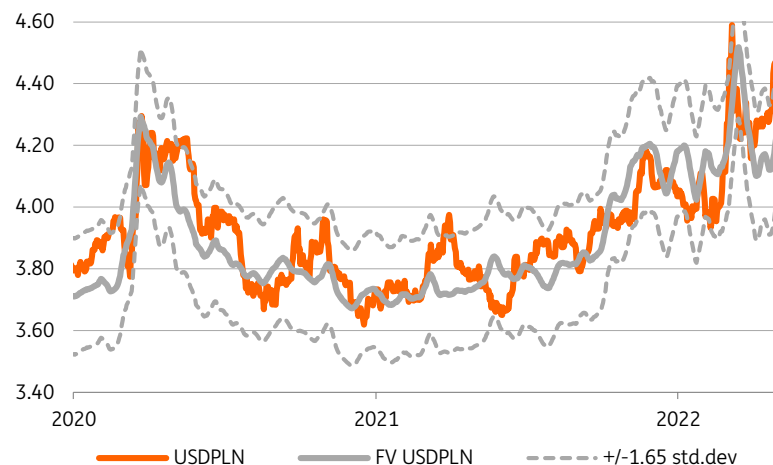
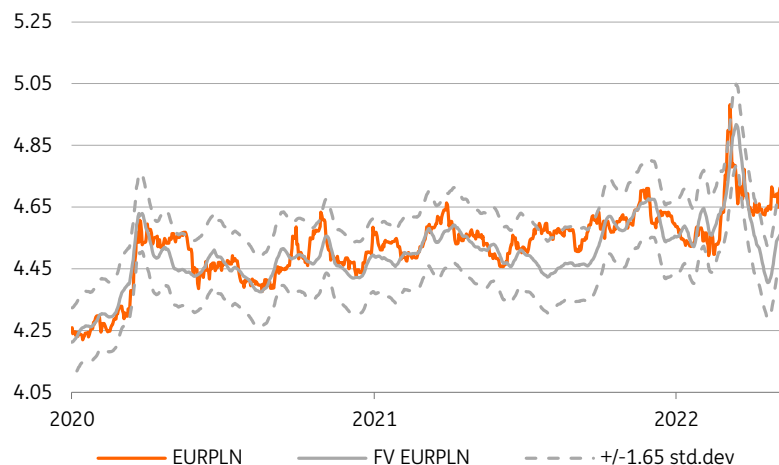
Prognozy walutowe.

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.