

Tygodnik ING

Kolejna podwyżka stóp NBP już we środę. Zaskoczenia inflacyjne sugerują +100pb.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

6 czerwca 2022



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



W skrócie.

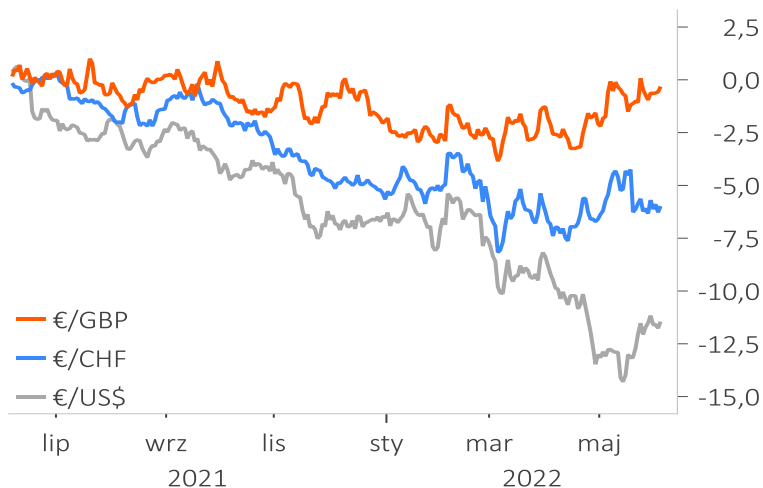
- W najbliższy czwartek Rada Prezesów EBC podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych. Inwestorzy nie spodziewają się zmian w tym miesiącu. Wypowiedzi przedstawicieli EBC w ostatnich tygodniach przemawiają z podwyżką o 25pb w lipcu, choć dyskutowana będzie zapewne również ruch o 50pb.
- W środę RPP po raz kolejny zaostrzy parametry polityki pieniężnej. Spodziewamy się podwyżki stopy referencyjnej o 100pb (konsensus: 75pb). Jednym z głównych powodów dla których Rada zdecyduje się na znaczący wzrost kosztu pieniądza są coraz bardziej widoczne efekty wtórne, na które wskazuje utrzymujący się wzrost inflacji bazowej w tempie +1,0%/m w ostatnich miesiącach. Rodzi to ryzyko utrwalenia się samonapędzającej się inflacji. Źródłem zaniepokojenia dla władz monetarnych powinna być także nasilająca się presja płacowa. W kwietniu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 14,1%/r. W czwartek 9 czerwca o 15:00 odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego, na której poznamy diagnozę sytuacji gospodarczej w Polsce i jej perspektyw.
- W tym tygodniu na rynkach prawdopodobne wydaje się utrzymanie pary €/US\$ w trendzie bocznym wokół 1,07. Początek tygodnia jest ubogi w dane makro z głównych gospodarek. Dopiero w czwartek odbędzie się posiedzenie EBC. Dzień później inflacja z USA prawdopodobnie potwierdzi, że dynamika cen za oceanem jest już po szczycie.
- Kluczowym wydarzeniem na krajowym rynku powinno być posiedzenie RPP. Spodziewamy się podwyżki stóp o 100pb, tj. więcej niż wycenia rynek. Złotemu pomagają też informacje o zaakceptowaniu krajowego KPO i perspektywie napływu środków z europejskiego funduszu odbudowy w 2poł22. Przy stabilnym lub lekko rosnącym €/US\$ powinno to pozwolić na zejście pary €/PLN nawet poniżej 4,55. Jednocześnie spodziewamy się osłabienia SPW, szczególnie na krótkim końcu.

Kalendarz makroekonomiczny/m

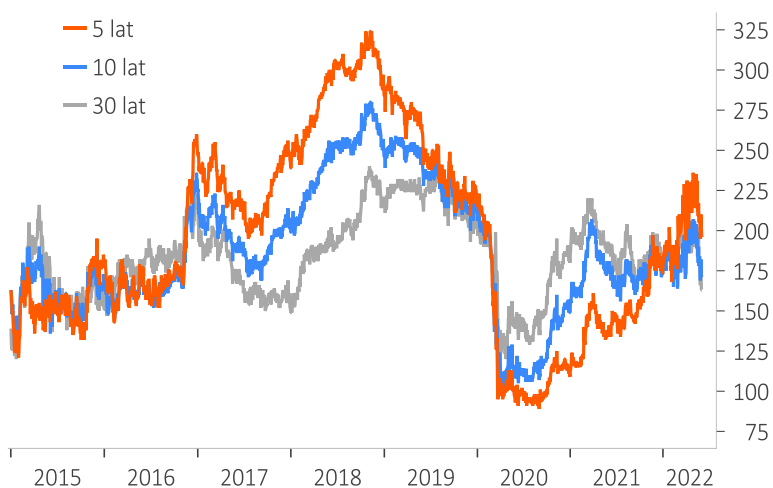
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
7 VI	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	IV	-2,0%		-4,7%
8 VI	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	IV	-1,0%		-3,9%
	Strefa euro	11:00	PKB r/r	I kw/	-		5,1%
	Polska		Decyzja RPP		+100pb	+75pb	+75pb
9 VI	Strefa euro	13:45	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
10 VI	USA	14:30	CPI r/r	V	8,2%	8,2%	8,3%
			Inflacja bazowa r/r	V	5,9%	5,9%	6,2%

Rynki walutowe – €/US\$ blisko 1,07.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

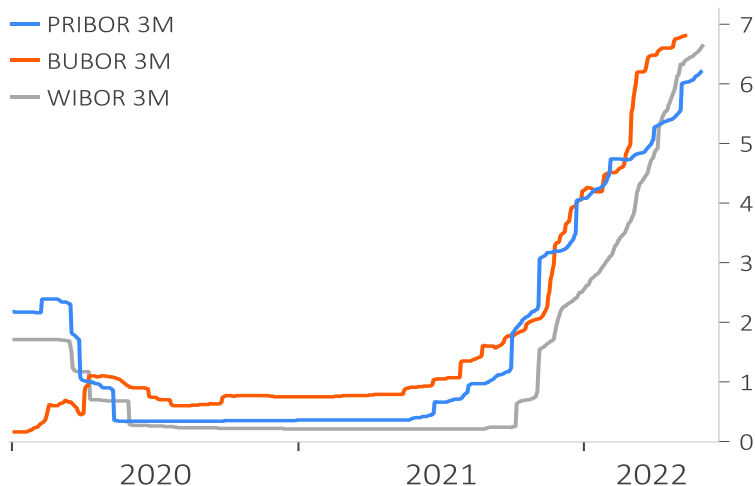
- Para €/US\$ utrzymuje się w trendzie bocznym wokół 1,07 już ponad tydzień. Na rynku brakuje przekonania, że perspektywa dalszych podwyżek stóp Fed wystarczy do ponownego spadku pary, szczególnie, że wkrótce swój cykl podwyżek rozpocznie EBC.
- Początek tygodnia jest ubogi w dane makro z głównych gospodarek. Dopiero w czwartek odbędzie się posiedzenie EBC, gdzie rynek będzie szukać wskazówek co do pierwszej podwyżki stóp. Rada Prezesów dość jasno zakomunikowała już jednak, czego w lipcu powinniśmy oczekiwać (+25pb). Dzień później inflacja z USA prawdopodobnie potwierdzi, że dynamika cen za oceanem jest już po szczycie. Dlatego dość prawdopodobne wydaje się utrzymanie pary €/US\$ w trendzie bocznym wokół 1,07 również w tym tygodniu. Ew. ryzyka widzimy raczej na krótkoterminowy wzrost kursu, choć prawdopodobnie nie dalej jak do okolic 1,09.
- Również w 3kw22 para €/US\$ powinna utrzymać się blisko 1,07. Także w tym przypadku jednak widzimy raczej ryzyko odchylenia kursu w górę od tego poziomu niż w dół. Kondycja gospodarki USA pozostaje dobra, ale podwyżki Fed są w cenach. Rosną natomiast szanse, że ścieżka podwyżek EBC będzie nieco szybsza niż wycenia to obecnie rynek. EBC prawdopodobnie zacznie swój cykl powoli, ale np. rosnące oczekiwania inflacyjne, czy słabe euro, to ryzyka podkreślane w ostatnich wystąpieniach członków Rady Prezesów.
- Stopniowego osłabienia dolara wobec euro spodziewamy się na przełomie roku. Wówczas Fed powinien być już pod koniec swojego cyklu podwyżek stóp, podczas gdy ostatnio szybko rosną szanse na podwyżki EBC w lipcu.

Rynki walutowe – NBP wsparciem dla PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

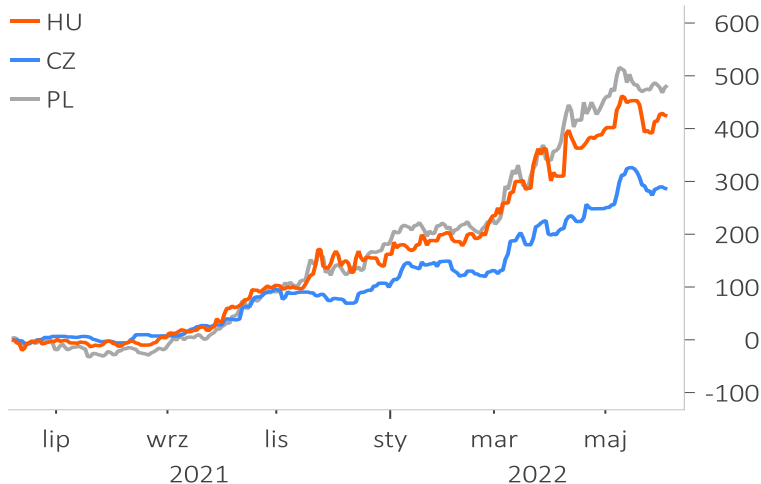


€/PLN:

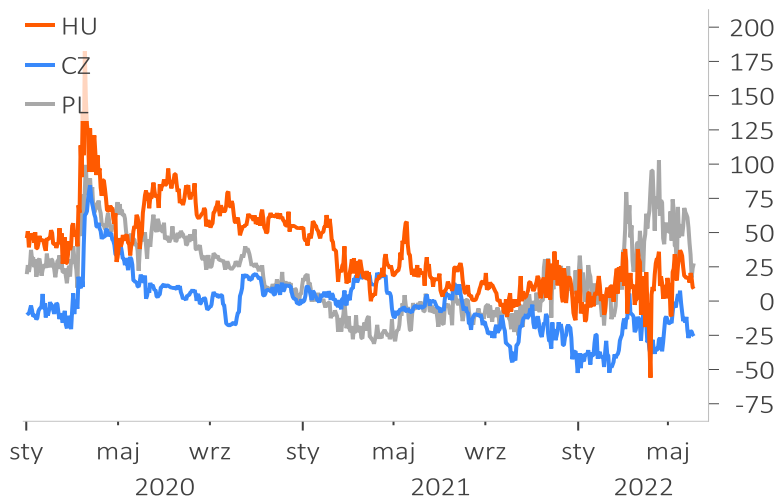
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy szereg prób zejścia kursu €/PLN poniżej 4,57, ale wszystkie dość szybko kończyły się niepowodzeniem. Umocnienie złotego hamowały przede wszystkim wskaźniki techniczne, sugerujące, że dotychczasowe zejście €/PLN było zbyt duże. Trudno też jednak mówić o większej korekcie / osłabieniu złotego.
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem na krajowym rynku powinno być posiedzenie RPP. Spodziewamy się podwyżki stóp o 100pb, tj. więcej niż wycenia rynek. Złotemu pomagają też informacje o zaakceptowaniu krajowego KPO i perspektywie napływu zaliczek w 2poł22. Przy stabilnym lub lekko rosnącym €/US\$ powinno to pozwolić na zejście pary €/PLN nawet poniżej 4,55.
- Przed końcem roku para powinna dotrzeć do okolic 4,50, z ryzykiem większego spadku. Im dalej od rozpoczęcia wojny na Ukrainie, tym mniej wrażliwe na to ryzyko powinny być rynki. Złotego wspierać powinny też dalsze podwyżki stóp NBP, silniejsze niż wycenia to rynek i najprawdopodobniej zdecydowanie większe niż EBC – tzn. korzystny dla złotego dysparytet wobec euro tylko wzrośnie. Dodatkowym wsparciem będzie ew. wypłata pierwszych środków z KPO, które po zmianie strategii MF będą wymieniane na rynku tworząc dodatkowy popyt na PLN.
- W perspektywie najbliższych miesięcy aprecjację złotego mogą hamować napięcia polityczne, w tym szczególnie związane z wojną na Ukrainie. Ponadto dane ankietowe pokazują, że krajowi producenci dokonują zakupów na zapas, co może być jednym z powodów pogorszenia bilansu handlowego Polski.

Rynek długu – Osłabienie SPW, zwłaszcza krótkich.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- W ubiegłym tygodniu na rynkach bazowych długu obserwowaliśmy dalsze wzrosty rentowności, szczególnie w Europie, gdzie dochodowość Bunda wzrosła o blisko 30pb. To w dużym stopniu efekt kolejnego zaskoczenia danymi o inflacji z Europy. POLGBs poradziły sobie relatywnie najlepiej. Krajowa 10latka zakończyła tydzień praktycznie bez zmian. To naszym zdaniem efekt oczekiwań na szybkie uruchomienie KPO i niższe podażę SPW w 2poł22 i 2023.
- W tym tygodniu spodziewamy się osłabienia SPW, głównie na krótkim końcu. Silna presja cenowa sugeruje, że Rada podniesie stopy o 100pb, więcej niż wycenia rynek. Komentarze po posiedzeniu powinny też wspierać oczekiwania, że stopa NBP na końcu cyklu będzie wyższa.
- Na długim końcu także spodziewamy się wyższych rentowności, ale wzrosty będzie hamować perspektywa uruchomienia KPO, czy prawdopodobnie istotnie mniejsze jak w ubiegłym tygodniu zmiany na rynkach bazowych. Na umocnienie globalnego długu nie liczymy. Mimo zwiększenia produkcji przez OPEC+ wysokie pozostają ceny ropy. Wciąż mamy niepewną podaż z Rosji i możliwe odbicie popytu z Chin, bo tamtejsze władze podejmują desperackie kroki, aby ożywić swoją gospodarkę, co oznacza możliwą poprawę koniunktury w 2poł22. W ostatnich miesiącach kartel nie był w stanie wypełnić swoich celów produkcji.
- Nadal uważamy też, że szczyt rentowności SPW, zwłaszcza na krótkim końcu, jest nadal przed nami. 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. Zmiana wycenianej ścieżki stóp na 2023-2024 uzasadnia naszym zdaniem wzrost rentowności SPW na całej krzywej.

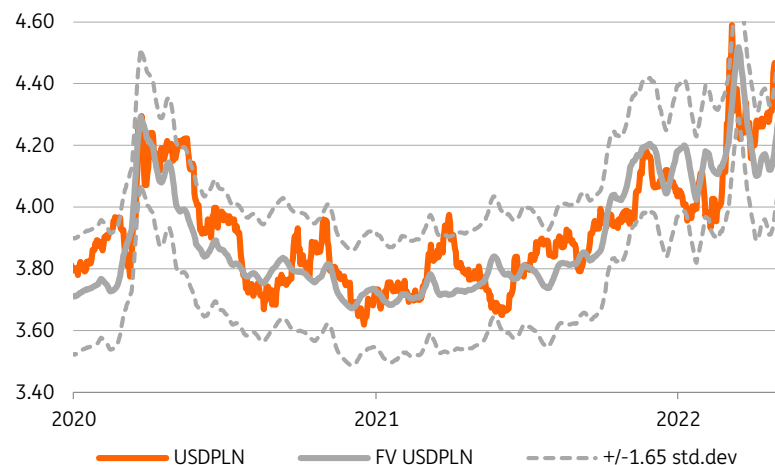
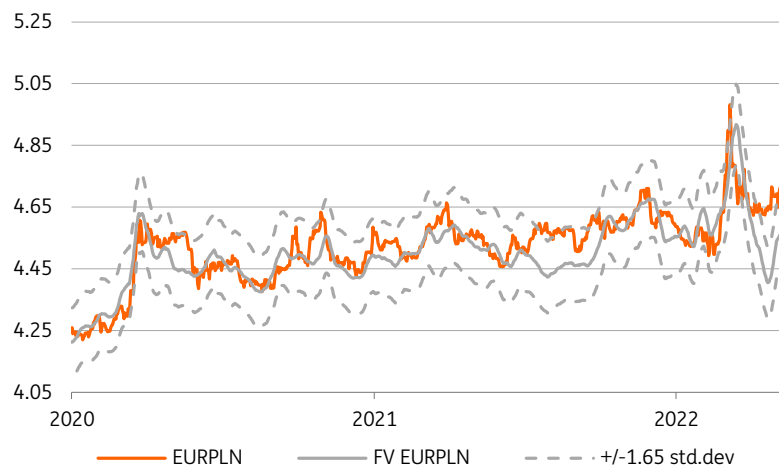
Prognozy walutowe.

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.