

# Tygodnik ING

Powrót rentowności SPW do wzrostów.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

28 czerwca 2022



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



# W skrócie.

- Banki centralnej krajów rozwiniętych „wrzucają drugi bieg” w walce z inflacją, co widać w decyzjach (Fed +75pb) oraz retoryce (podwyżki nawet pomimo spowolnienia). Drogowskazem będą dane, wstępny CPI w Europie za czerwiec (CPI 8,4%/r z 8,1%/r z maju, inflacja bazowa 4,0%/r vs 3,8%/r miesiąc wcześniej). Głównym źródłem presji na wzrost inflacji w Europie są ceny energii, ale inflacja bazowa wskazuje, że efekty drugiej rundy przybierają na sile. Dlatego ECB chce podnosić stopy pomimo spowolnienia PKB.
- W piątek poznamy wstępny szacunek inflacji za czerwiec oraz PMI z Polski. Prognozujemy CPI ok. 15,4%/r vs 13,9%/r w kwietniu (konsensus 15,6%/r). Ubiegły miesiąc przyniósł wzrost cen paliw o ok. 10%/m, przy niższym niż w poprzednich miesiącach wzroście cen żywności. Nadal drożały kategorie wchodzące do inflacji bazowej i to bardzo niepokoi. Szacujemy, że PMI z przemysłu spadł do 48,0 z 48,5 w maju, przy słabnącym popycie (pogorszenie w zakresie nowych zamówień). Na początku lipca będzie posiedzenie RPP, banki z regionu podały wysoko poprzeczkę NBP: CNB (+125pb) i NBH (+185pb).
- Nadal widzimy istotne ryzyko powrotu €/PLN do ostatnich szczytów (4,74). Jak na razie po okresie paniki wywołanej decyzjami banków centralnych (podwyżki Fed, SNB) i jastrzębią retoryką, sytuacja na rynkach uspokoiła się. Ale w krótkim okresie pojawiło się parę ryzyk dla PLN: (1) znów rosną obawy o późniejsze wypłaty z KPO, (2) szybkie pogorszenie C/A z +3% do -3%PKB, (3) złagodzenie nastawienia NBP przy CPI ~16%. Lipcowa decyzja RPP będzie kluczowa dla PLN, mała podwyżka (50bp) oznacza osłabienie PLN, rynek zweryfikuje determinację NBP do walki z inflacją.
- Przed Bożym Ciałem rynek wycenił skok stóp NBP do 9%-blisko naszej prognozy 8,5%. Potem nastąpiło umocnienie długu. Ale obecnie obserwujemy powrót wzrostów rentowości SPW. Jesteśmy kilka miesięcy przed szczytem CPI, a ryzyka inflacyjne nadal rosną w Polsce i zagranicą. poziom 8% będzie trudną do sforsowania barierą dla rentowności krajowej 10latki. Dlatego w kolejnych tygodniach SPW powinny przejść w szeroki trend boczny. Dla 10latki jego szczyt wyznaczyła ostatnia górką rentowności, nieco ponad 8%.

## Kalendarz makroekonomiczny/m

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
29 VI	Niemcy	14:00	CPI r/r	VI	-	8,0%	7,9%
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	I kw.	-1,4%	-1,4%	-1,5%
30 VI	Niemcy	8:00	Sprzedaż detaliczna r/r	V	-2,0%	-2,0%	-0,4%
1 VII	Polska	9:00	PMI	VI	48,0pkt.	52,0pkt.	48,5pkt.
		10:00	CPI r/r	VI	15,4%	15,6%	13,9%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VI	8,4%	8,4%	8,1%
			Inflacja bazowa r/r	VI	4,0%	-	3,8%

# Rynki walutowe – €/US\$ nadal w trendzie bocznym.

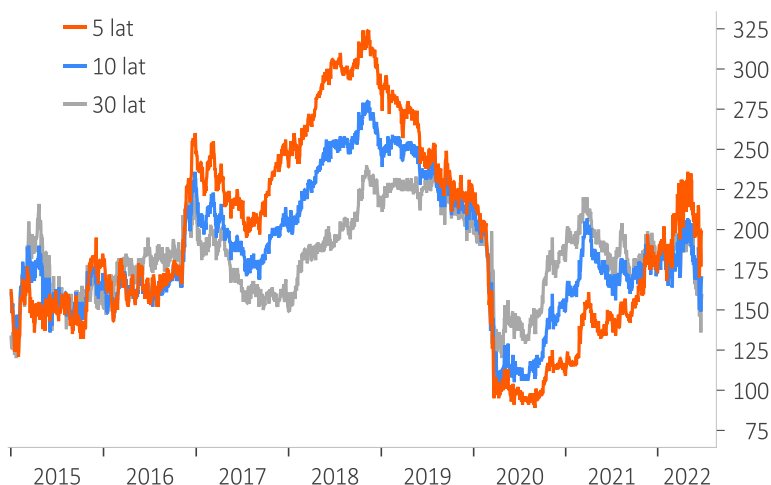
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



€/US\$:

- Od dwóch tygodni para €/US\$ utrzymuje się w trendzie bocznym ponad 1,05. Z konsolidacji kursu nie wybiły ani jastrzębie komentarze szefa Fed, ani wyraźne rozczarowanie PMI z Europy.
- Na początku tego tygodnia nie ma istotnych danych z rynków bazowych. Dlatego spodziewamy się, że przez 2-3 dni para €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym. Nadal widzimy jednak istotne ryzyko, że kurs znów dotrze do ostatnich dołków (okolice 1,04). Obawy o recesję dotyczą głównie Europy, którą mocno dotykają wysokie ceny surowców energetycznych. Rynek pracy w USA pozostaje mocny, co ogranicza obawy o konsekwencje ewentualnej recesji za oceanem.
- Komentarze z Fed sugerują kolejną podwyżkę o 75pb na posiedzeniu w lipcu. Rosną też jednak oczekiwania na zacieśnienie polityki w Europie, szczególnie po zapowiedzi uruchomienia instrumentów ograniczających wpływ podwyżek stóp na spready kredytowe państw peryferyjnych strefy euro. To daje większe pole do zacieśnienia polityki EBC.
- Nasze szacunki wskazują jednak, że nawet taki scenariusz jest spójny z €/US\$ w okolicach 1,07. Problemem będą jednak ew. kolejne fale napięć na rynkach i powrót kapitałów do USA. Dlatego w 3kw22 spodziewamy się €/US\$ bliżej 1,07, ale okresowo para może odchyłać się w dół.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

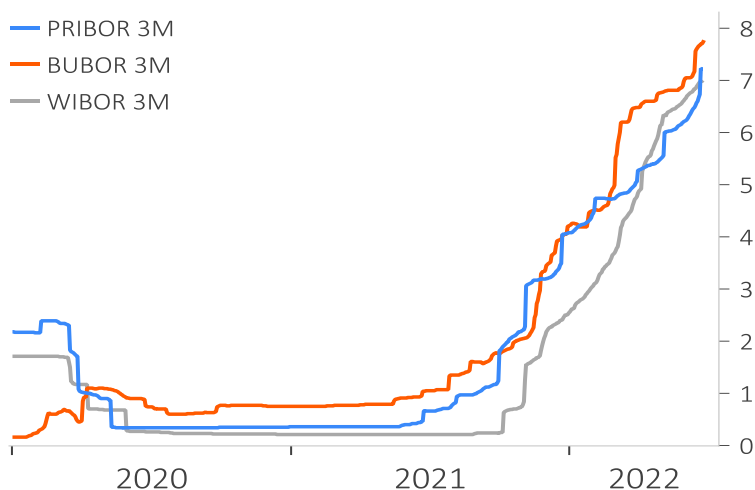


# Rynki walutowe – PLN zyska bliżej posiedzenia RPP.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

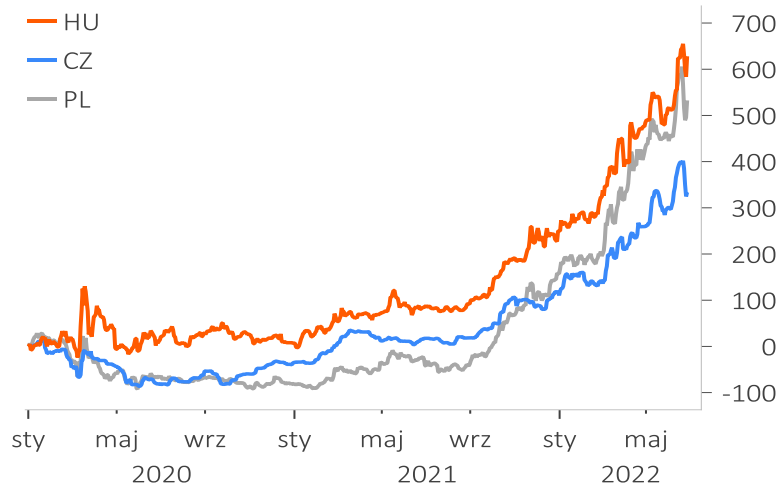


## €/PLN:

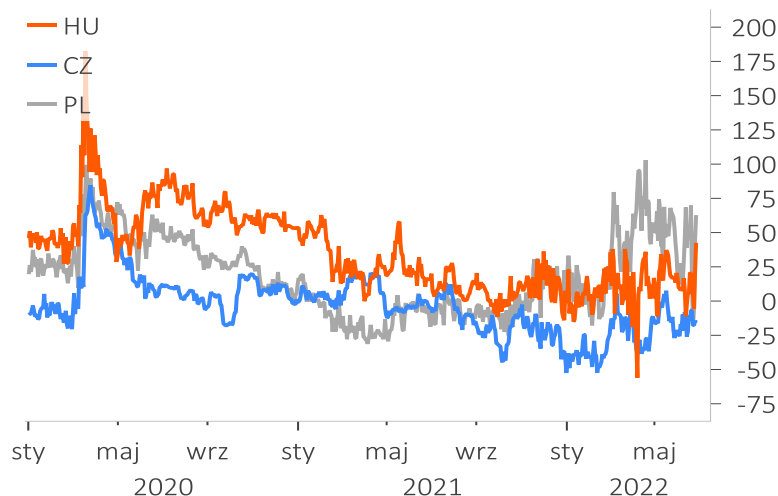
- Złoty pozostaje słaby. Kurs €/PLN w ubiegłym tygodniu nie przebił się istotnie ponad 4,70, ale zachowanie PLN np. na tle HUF sugeruje, że w mocy są nadal czynniki globalne.
- Wciąż widzimy istotne ryzyko powrotu €/PLN do ostatnich szczytów (4,74). Rosną obawy o koniunkturę w Europie, a dane z krajowego przemysłu także rozczarowały. Kluczowy będzie jednak sentyment globalny. Jak na razie po okresie paniki wywołanej zaostrzeniem retoryki Fed sytuacja na rynkach uspokoiła się. Złoty prawdopodobnie tracić będzie na tle HUF. Duża podwyżka stóp na Węgrzech (185pb) kontrastuje ze stopniowymi działaniami NBP (ostatnia podwyżka tylko o 75pb).
- Złoty będzie prawdopodobnie jednak zyskiwać wobec euro bliżej lipcowego posiedzenia RPP, gdzie spodziewamy się podwyżki o 75pb lub więcej. NBP jest też prawdopodobnie ciągle daleko od końca swojego cyklu podwyżek. Sugeruje to stopniowe umocnienie złotego, gdy nastroje na rynkach się poprawią / €/US\$ zaczną rosnąć. Na początku lipca spodziewamy się powrotu €/PLN do 4,64-65. Jeżeli NBP rozczaruje małą skalą podwyżki (50pb) PLN straci. Tym bardziej, że pojawiły się ryzyka dla PLN: (1) rosną szanse na późniejsze wypłaty z KPO, (2) szybkie pogorszenie C/A z +3% do -3%PKB, (3) złagodzenie nastawienia NBP przy CPI ~16%. NBP powinien te ryzyka skompensować podwyżkami.
- W naszej ocenie deficyt w bilansie obrotów bieżących na przełomie roku sięgnie 6% PKB. To rekordowe poziomy jak na ostatnie lata. Dlatego kluczowe będzie uzyskanie środków z KPO. Bez nich w 2pół22 krajowa waluta może znów znaleźć się pod presją.

# Rynek długu – SPW znów pod presją.

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



## Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Po Bożym Ciele polski dług znotował gwałtowne umocnienie, ale traktujemy to jako dowód drastycznego pogorszenia struktury rynku (niskiej płynności) i odwracania licznych pozycji po niższych danych o płacach w Polsce. Zmiana nie jest trwała bo ryzyka inflacyjne są wysokie. Z początkiem tygodnia na rynkach długu powróciły wzrosty rentowności. Obawy związane z ryzykiem globalnej recesji jak na razie osłabły. Rentowność amerykańskiej 10latki podniosła się wczoraj o 5pb, w przypadku Bunda ponad 10pb. Zmienność na krajowym rynku pozostała bardzo wysoka. Dochodowość 10latki podniosła się ponad 20pb.
- Obawy rynków o recesję zmniejszyły się szybciej niż oczekiwaliśmy. Może być jeszcze zbyt wcześnie aby bazowe rynki długu na trwałe powróciły do wzrostów rentowności. To powinien być jednak dominujący trend na 3kw22. Banki centralne „włączają drugi bieg” w walce z inflacją, bo widzą efekty drugiej rundy. Ryzyka inflacyjne i retoryka głównych banków centralnych nadal sugerują, że szczyt rentowności w USA i Europie jest przed nami.
- Powrót rentowności SPW do wzrostu prawdopodobnie już się zaczął. Jesteśmy kilka miesięcy przed szczytem CPI, a ryzyka inflacyjne nadal rosną. Oznacza to wysokie szanse wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Wysoką poprzeczkę postawił CNB (+125pb) i NBH (+185pb). To problem także globalnie, co oznacza, że sytuacja na rynkach bazowych w kolejnych tygodniach może być również dla SPW niekorzystna. Zachowanie SPW pokazuje jednak, że poziom 8% będzie trudną do sforsowania barierą dla rentowności krajowej 10latki. Dlatego w kolejnych tygodniach, być może przez cały 3kw22, SPW powinny przejść w szeroki trend boczny.

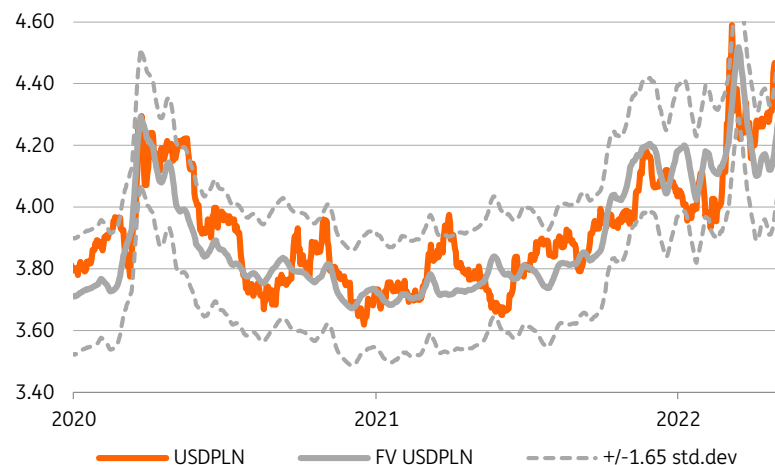
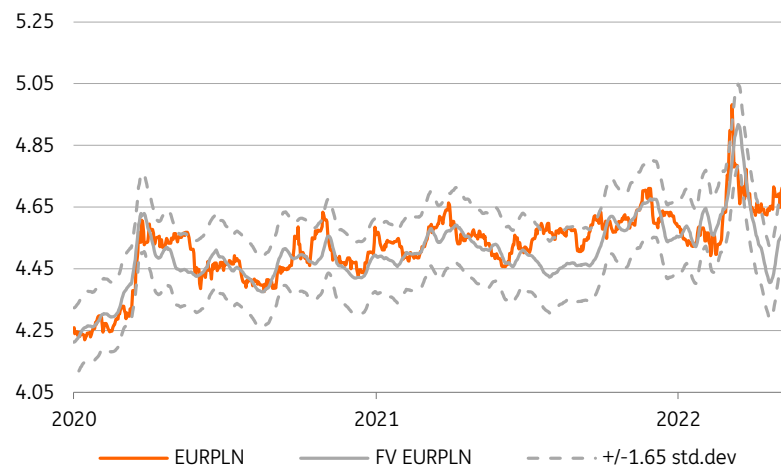
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23
US\$/PLN	4.46	4.44	4.43	4.39	4.35	4.31	4.29	4.28	4.25	4.22	4.19	4.15
€/PLN	4.68	4.67	4.65	4.65	4.65	4.65	4.66	4.67	4.68	4.67	4.66	4.65
CHF/PLN	4.55	4.53	4.51	4.44	4.37	4.31	4.26	4.21	4.17	4.11	4.05	3.99
GBP/PLN	5.71	5.69	5.67	5.63	5.58	5.54	5.54	5.55	5.55	5.54	5.52	5.50

## 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 wysokie. Rosnące oczekiwania na wzrost stóp procentowych w Polsce uzasadniają dalsze 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](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto: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.