

Tygodnik ING

Decyzja RPP rozczarowała rynki. Nierównowaga w krajowym bilansie handlowym narasta.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

11 lipca 2022



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



W skrócie.

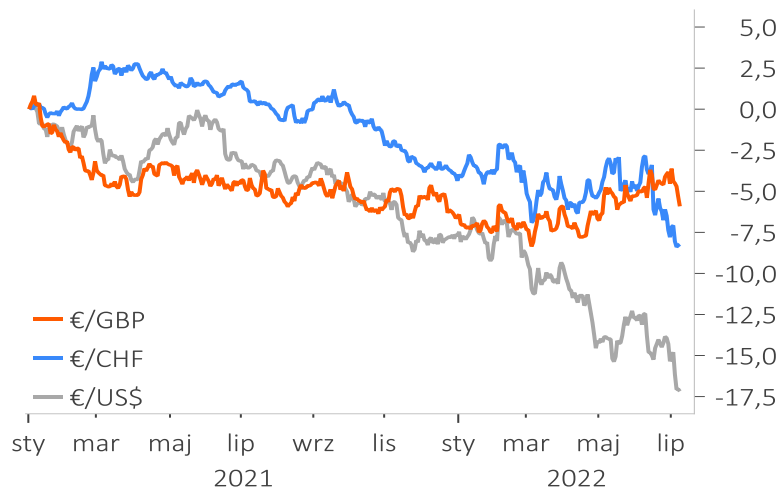
- W tym tygodniu punktem uwagi będą środowe dane o inflacji CPI w USA za czerwiec. Wzrost głównego wskaźnika inflacji będzie wynikał głównie z wyższych cen energii, analitycy oczekują, że inflacja bazowa CPI spadnie do 5,8%/r. To jednak wciąż 3-krotnie więcej niż cel inflacyjny. Spodziewamy się, że solidny wynik payrolls (dane opublikowane w ostatni piątek) w połączeniu z uporczywie wysoką inflacją skłonią Fed do podwyżki stóp o 75pb na posiedzeniu pod koniec lipca. Po podwyżce w lipcu spodziewamy się kolejnych ruchów – po 50pb we wrześniu i listopadzie i finalnej podwyżki o 25pb w grudniu. Taki scenariusz uzasadnia dalszy spadek pary €/US\$ do parytetu lub nawet poniżej.
- W czwartek NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym w maju. Oceniamy, że eksport wzrósł o 11,3%/r, a import zwiększył się o 26,6%/r. Mediana prognoz wskazuje na wzrosty o odpowiednio 18,2%/r i 34,2%/r. Wartość importu nadal silnie podbijają wysokie ceny surowców energetycznych. Pogarszająca się skala nierównowagi zewnętrznej jest jednym z czynników ciężących na notowaniach PLN. To dodatkowe ryzyko dla PLN, w niepewnym otoczeniu międzynarodowym. Ryzyko wzrostu €/PLN ponad 4,80 jest bardzo wysokie.
- W piątek GUS poda szczegóły źródeł wzrostu cen w czerwcu. Spodziewamy się potwierdzenia wstępnego szacunku na poziomie 15,6%/r przy silnym wzroście cen paliw i wolniejszym niż w poprzednich miesiącach wzroście cen żywności w ujęciu miesięcznym. Inflacja bazowa najprawdopodobniej wzrosła w okolice 9,3%/r.

Kalendarz makroekonomiczny/m

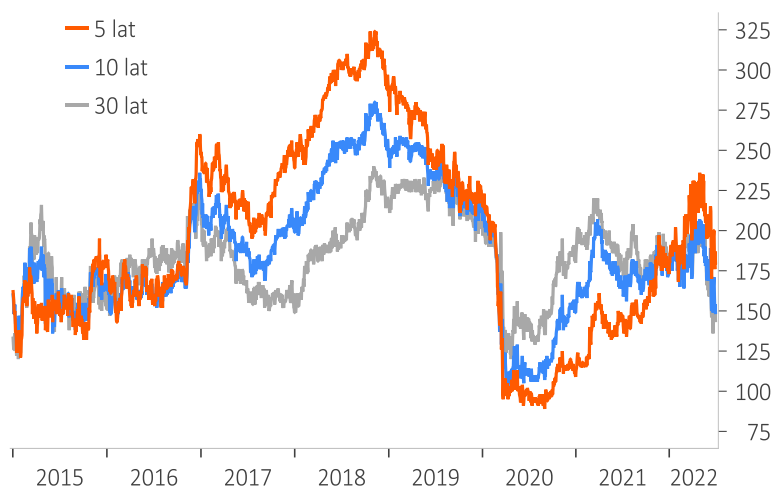
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
12 VII	Niemcy	11:00	Wskaźnik ZEW	VII	-	-38,0pkt.	-28,0pkt.
13 VII	Niemcy	8:00	HICP r/r – dane ostateczne	VI	7,6%	7,6%	7,6%
	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa r/r	V	0,3%	0,2%	-2,0%
	USA	14:30	CPI r/r	VI	8,7%	8,8%	8,6%
			Inflacja bazowa r/r	VI	5,8%	5,7%	6,0%
14 VII	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	V	-€3670mln	-€3294mln	-€3924mln
15 VII	Polska	10:00	CPI r/r – dane ostateczne	VI	15,6%	15,6%	15,6%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	VI	0,8%	0,9%	-0,3%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	VI	0,2%	0,0%	0,2%
		16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VII	50,5pkt.	50,1pkt.	50,0pkt.

Rynki walutowe – Oczekiwania na Fed wspierają dolara.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

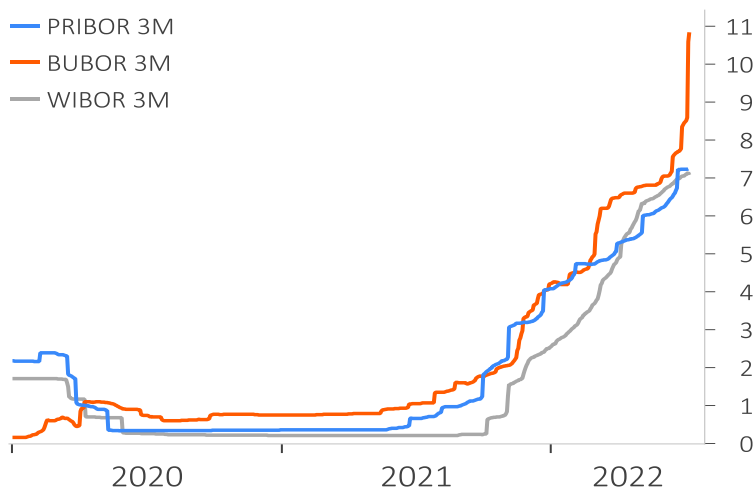
- W ubiegłym tygodniu zachowanie rynków zdominowały obawy przed recesją w Europie, wywołaną brakiem dostaw gazu z Rosji. Efektem był spadek oczekiwań na podwyżki stóp EBC. Piątkowe payrolls, potwierdziły dobrą koniunkturę amerykańskiego rynku pracy, wspierając oczekiwania, że Fed nie spowolni swojego cyklu podwyżek. Konsekwencją był dalszy spadek €/US\$, przejściowo nawet poniżej 1,01.
- Szanse na spadek pary €/US\$ do parytetu są w tym tygodniu istotne. Kluczowe będą dane o inflacji z USA. Obok payrolls powinny wspierać scenariusz podwyżki stóp Fed w lipcu o 75pb. Nie zmniejszyły się też ryzyka dla koniunktury w Europie. Korekta po tym ruchu może być jednak znaczna. Wskaźniki techniczne sugerują, że spadek kursu w ostatnich tygodniach był zbyt silny. Stop loss znajdują się też wyłącznie powyżej obecnych poziomów. Dlatego kluczowa będzie prawdopodobnie decyzja EBC w drugiej połowie miesiąca. Jeżeli Bank zdecyduje się łagodnie rozpocząć swój cykl podwyżek (+25pb), mimo silnych ryzyk inflacyjnych, szanse na większe odbicie €/US\$ w najbliższym czasie nie są wysokie. W razie większej podwyżki €/US\$ może zbliżyć się do 1,05.
- Wraz z rosnącym ryzykiem recesji w Europie pogarszają się też długoterminowe perspektywy euro. Spadają szanse, że pod koniec 3kw22 para €/US\$ zdoła dotrzeć do 1,07, choć cykl podwyżek stóp Fed zbliża się do końca. Tym niemniej, EBC swój cykl podwyżek dopiero zacznie i może zmieniać swoją politykę szybciej niż bardzo zachowawczy scenariusz wyceniany obecnie przez rynek. To ciągle przemawia za lekkim wzrostem €/US\$ w 2poł22. Para może jednak nie wrócić ponad 1,07 do końca roku.

Rynki walutowe – Złoty pozostanie pod presją.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

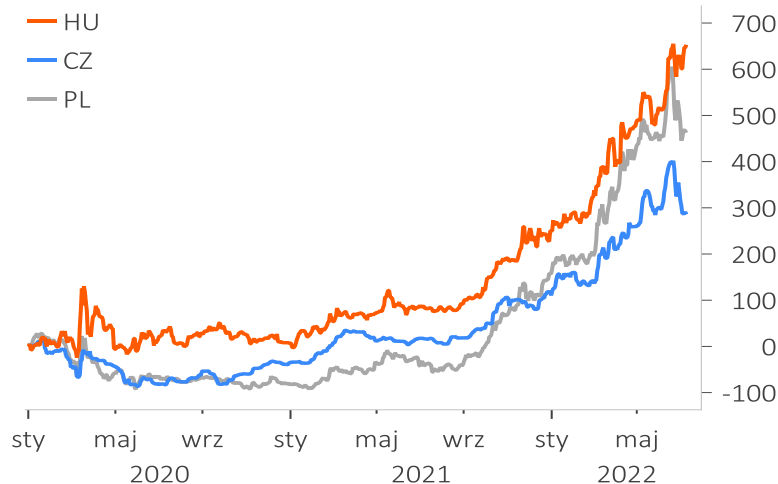


€/PLN:

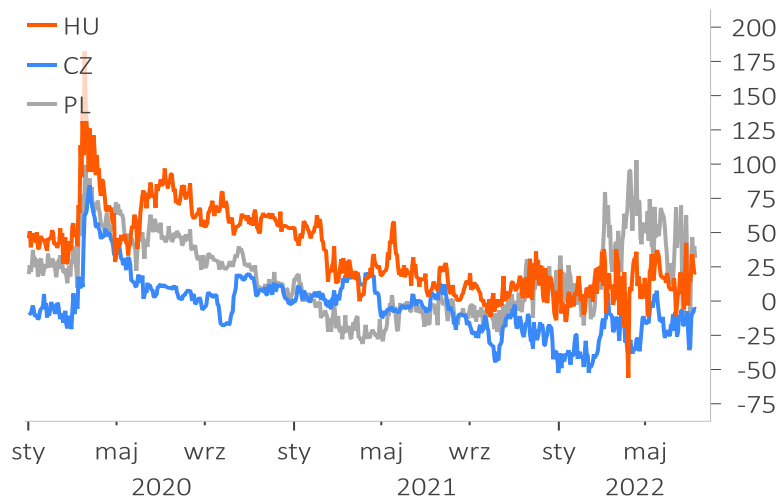
- W ubiegłym tygodniu kurs €/PLN dotarł z 4,72 ponad 4,80, głównie za sprawą umacniającego się dolara. W drugiej połowie tygodnia sentyment dla walut CEE poprawił się, co pomogło wybronić poziom 4,80 przed przełamaniem. Złoty stracił jednak na tle regionu, np. do forinta. Było to efektem rozczarowania decyzją NBP. Bank centralny podniósł stopy o 50bp, wobec oczekiwań na 75pb.
- Zachowanie złotego w tym tygodniu będzie prawdopodobnie mocno zależeć od ogólnej sytuacji na rynkach. Komentarze po decyzji RPP i szczególnie konferencji prezesa NBP pokazują, że inwestorzy mają problem z ich interpretacją. Dotyczy to szczególnie gotowości NBP do obrony złotego interwencjami. Dane z kraju będą w tym tygodniu przypominać o rosnącej nierównowadze zewnętrznej Polski (spodziewamy się deficytu w rachunku obrotów bieżących większego niż konsensus). Dlatego ryzyko wzrostu €/PLN ponad 4,80 jest wysokie gdy tylko presja na umocnienie dolara powróci, a ogólny sentyment dla walut CEE znów się pogorszy.
- Uważamy, że w 2pół22 kurs €/PLN utrzyma się szerokim trendzie bocznym, kończąc rok bliżej 4,70 z ryzykiem po wyższej stronie. Chociaż nadal uważamy, że NBP doprowadzi stopy procentowe do około 8,5%, to może to zająć więcej czasu niż zakładaliśmy dotychczas. Znacznie pogorszył się też bilans handlowy Polski. Najprawdopodobniej nie skompensuje go napływ środków z KPO – nawet z rządu płyną informacje, że transfery Polska dostanie raczej w 2023. Jak pokazują doświadczenia regionu dla obrony waluty konieczne będą albo dalsze podwyżki, albo interwencje walutowe.

Rynek długu – SPW na razie w trendzie bocznym.

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



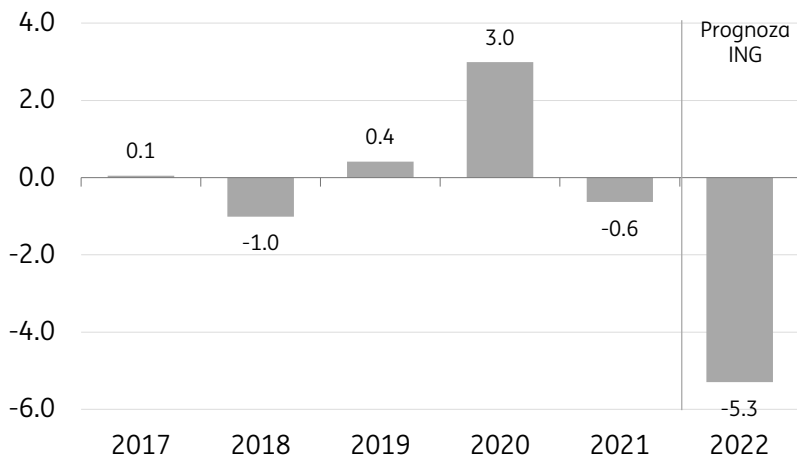
Asset swapy 10L w CEE od 2020



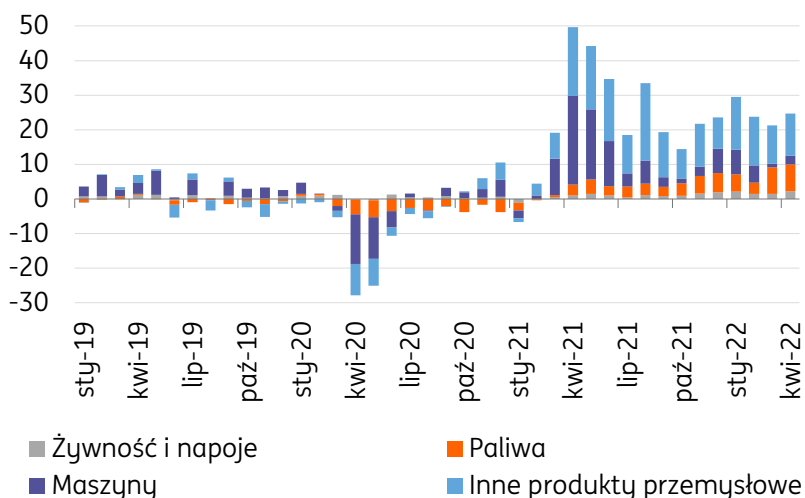
- Zeszłotygodniowa decyzja RPP rozczarowała inwestorów (podwyżka 50bp zamiast 75pb). Obrazu istotnie nie zmieniła konferencja prezesa NBP, choć jej ton był bardziej jastrzebi niż w czerwcu. Zachowanie stawek IRS pokazuje spadek wycenianego docelowego poziomu stóp NBP. SPW z długiego końca zareagowały jednak dosyć słabo. W otoczeniu umacniającego się dolara, czy obaw o koniunkturę w Europie spadek stawek IRS skompensował wzrost asset swapów.
- W tym tygodniu spodziewamy się raczej stabilizacji SPW. Publikowane w najbliższych dniach dane z kraju i Europy nie powinny mocno zmienić oczekiwań na kolejne posunięcia EBC i NBP. Powinno jednak dojść do dalszego wzrostu spreadu między krzywą amerykańską i niemiecką. Scenariusz zdecydowanych podwyżek stóp Fed powinna wesprzeć CPI z USA. Z kolei z Europy poznamy raczej słabe dane z przemysłu, co dodatkowo powinno wzmacniać obawy przed recesją. W razie ew. pogorszenia nastrojów na rynkach możliwe są spadki stawek swap, w tym w PLN. Najprawdopodobniej skompensuje to jednak wzrost asset swapów, tj. tak jak obserwowaliśmy pod koniec ubiegłego tygodnia.
- W dłuższym terminie ciągle widzimy powrót do wzrostu rentowności SPW. Jesteśmy kilka miesięcy przed szczytem CPI w Polsce. Uważamy inaczej niż RPP, że w 2pół22 i 1kw23 inflacja będzie prawdopodobnie nadal rosła. Sugeruje to wyższy docelowy poziom stóp NBP (w naszej ocenie 8,5%) niż obecnie wycenia rynek. Nie spodziewamy się jednak, aby rentowność 10latki miała przekroczyć ostatni szczyt nieco ponad 8%. Zachowanie SPW pokazało, że są to już atrakcyjne poziomy z punktu widzenia zagranicy, szczególnie przy spadkach rentowności na rynkach bazowych.

Szybkie pogorszenie bilansu obrotów bieżących z zagranicą.

Saldo obrotów bieżących, %PKB



Wkład do dynamiki importu wg GUS, r/r, pkt. proc.



- Pandemia i wojna na Ukrainie mają istotny wpływ na wskaźniki równowagi zewnętrznej Polski. Pandemia – poprzez osłabienie popytu wewnętrznego i rekordowo niskie globalne ceny energii – przyczyniła się do 3%PKB nadwyżki na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Z kolei, ożywienie gospodarcze i wzrost cen energii prowadziły do małego 0,6%PKB deficytu w 2021. Przegrzana gospodarka i rekordowe ceny energii skutkowały szybkim pogorszeniem salda w obrotach bieżących i już około 3%PKB deficytem do kwietnia br. w 12-miesięcznym ujęciu skumulowanym.
- Prognozujemy, że na koniec roku deficyt przekroczy 5%PKB, co będzie oznaczać pogorszenie o 8%PKB w ciągu dwóch lat. Czynnikiem łagodzącym narastającą nierównowagę mogą być środki unijne z KPO, ale ich napływ w tym roku wydaje się wątpliwy, gdyż wymaga spełnienia kamieni milowych.
- W ostatnich miesiącach dynamika importu (r/r, w euro, dane GUS o obrotach towarowych) wyraźnie przewyższa dynamikę eksportu. Przykładowo w kwietniu import wzrósł o prawie 25%r/r, podczas gdy eksport o 8%r/r.
- Za zwiększonymi wydatkami na import stoją dwa czynniki. Pierwszym jest wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych. W okresie I-IV 2022 wydatki importowe w kategorii „paliwa, smary i materiały pochodne” wyniosły prawie €10mld, podczas gdy w tym samym okresie 2021 roku wyniosły €4,8mld.
- Niemniej jednak, wzrost importu w kategoriach maszyny i inne produkty przemysłowe wskazuje na siłę popytu krajowego – konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Wysokie dynamiki r/r od 2kw22 odnoszą się bowiem do okresu po zniesieniu restrykcji epidemicznych na wiosnę 2021.

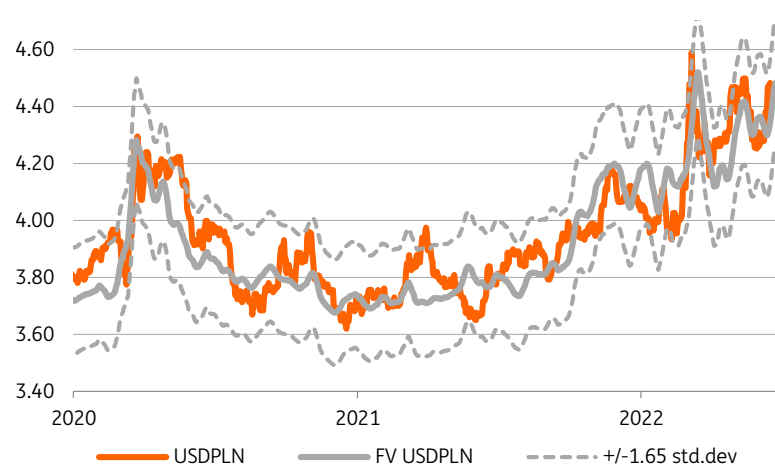
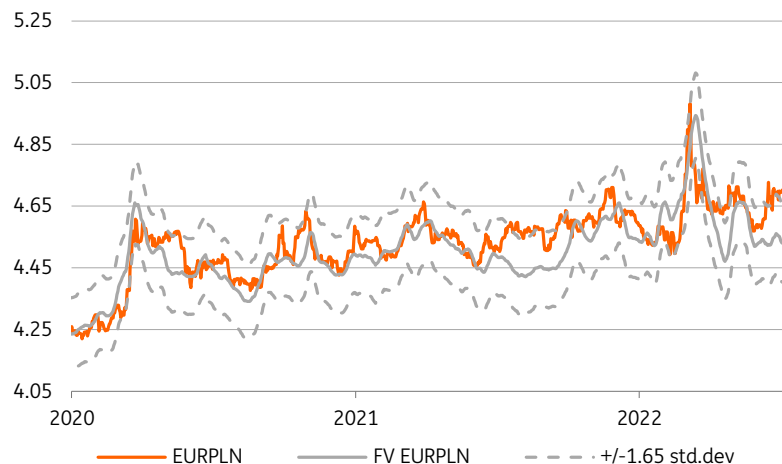
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23
US\$/PLN	4.57	4.52	4.47	4.41	4.35	4.32	4.29	4.25	4.22	4.19	4.15	4.12
€/PLN	4.82	4.75	4.73	4.72	4.70	4.69	4.69	4.68	4.67	4.66	4.65	4.63
CHF/PLN	4.66	4.61	4.52	4.44	4.35	4.33	4.31	4.28	4.26	4.23	4.21	4.18
GBP/PLN	5.85	5.79	5.73	5.66	5.60	5.58	5.57	5.55	5.54	5.52	5.50	5.48

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. Dodatkowo problemem jest niespójna polityka fiskalna i monetarna w kraju. 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.