Tygodnik ING

Stopy w Polsce stabilne pomimo podwyższonej inflacji. Trzecia fala Covid-19 wciąż straszy.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Karol Pogorzelski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

12 kwietnia 2021

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze @ING_EconomicsPL

W skrócie

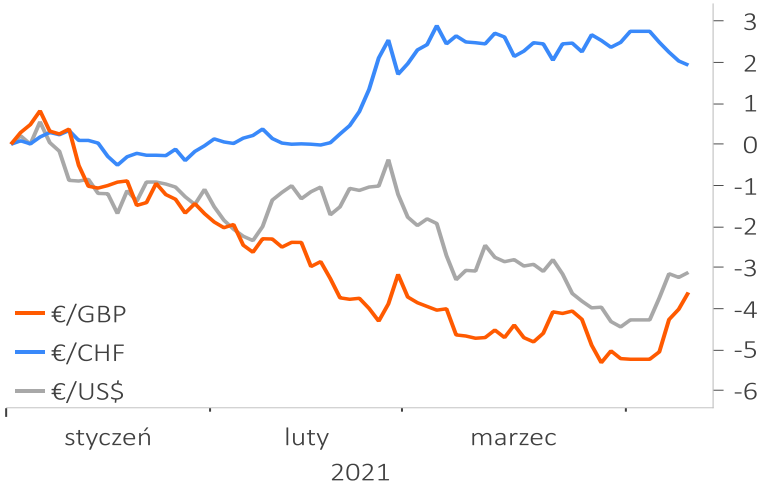
- Ubiegły tydzień przyniósł umocnienie euro względem dolara, €/US$ wzrósł z 1,1750 do 1,19. Do pozbywania się amerykańskiej waluty zachęcały dobre nastroje na rynkach np. akcji. Słabszy dolar pozwolił też na umocnienie walut CEE, szczególnie złotego. Kurs €/PLN cofnął się do 4,53, podczas gdy pod koniec marca para zbliżała się do 4,70. Złoty zyskał także na tle regionu np. HUF. Na rynku długu działo się natomiast zdecydowanie mniej. W ciągu tygodnia zmiany rentowności amerykańskich, czy niemieckich 10latek sięgnęły 2pb. Stabilne były także POLGBs. Ani komunikat po zeszłotygodniowym posiedzeniu RPP, ani konferencja Prezesa A.Glapińskiego nie przyniosły istotnych nowych informacji i miały niewielki wpływ na rynki.
- Na początku tygodnia para €/US$ prawdopodobnie utrzyma się blisko 1,19. W drugiej połowie tygodnia oczekujemy kolejnych udanych danych z amerykańskiej gospodarki (np. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa zostaną opublikowane w czwartek). Przynajmniej teoretycznie powinno to zahamować wzrost pary €/US$.
- W naszej ocenie w tym tygodniu na rynkach bazowych obligacji dojdzie do stabilizacji lub niewielkich wzrostów rentowności. Za osłabieniem na rynkach długu, szczególnie amerykańskim, powinna przemawiać perspektywa solidnej poprawy koniunktury w 2poł21 i dużych podaży długu na sfinansowanie hojnych programów fiskalnych. Dlatego ostatnie umocnienie papierów traktujemy jako korektę w dłuższym trendzie wzrostu rentowności. W skali kwietnia spodziewamy się rozszerzenia spreadu Treasuries do krzywej niemieckiej. Wynika to z ograniczonych podaży papierów w Europie przy dość dużej skali zakupów z EBC.
- Nie podzielamy optymizmu RPP i prezesa A.Glapińskiego co do przejściowego charakteru wzrostu cen w Polsce. Już od jakiegoś czasu wskazywaliśmy na ryzyko wyższych cen. Obok czynników jednorazowych, sprzyja temu proinflacyjna struktura wzrostu i spadający od lat udział w PKB inwestycji prywatnych. RPP będzie to jednak tolerować skupiając się na wspieraniu PKB.

Kalendarz makroekonomiczny

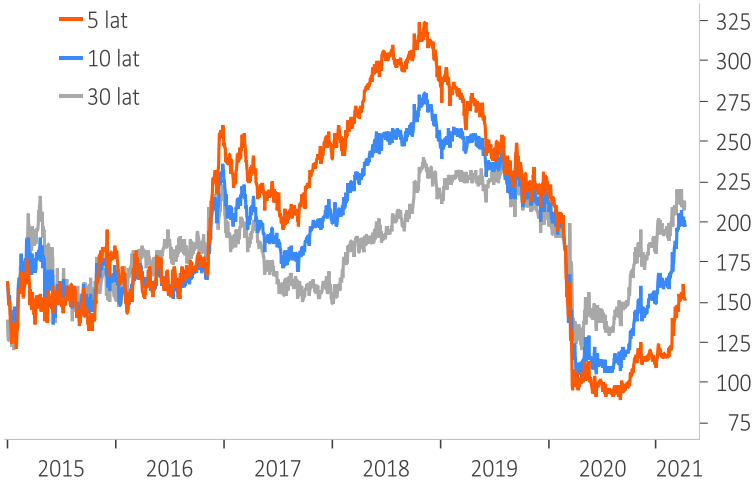
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
13 IV	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących €mln	II	1645	1430	3258
	USA	14:30	CPI r/r	III	2,4%	2,4%	1,7%
			Inflacja bazowa r/r	III	1,5%	1,6%	1,3%
14 IV	Polska		Aukcja odkupu NBP				
15 IV	Polska	10:00	CPI r/r (drugi odczyt)	III	3,2%	3,2%	2,4%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	III	5,2%	4,7%	-3,0%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	III	4,5%	2,9%	-2,2%

Rynki walutowe – Korekta na €/US$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

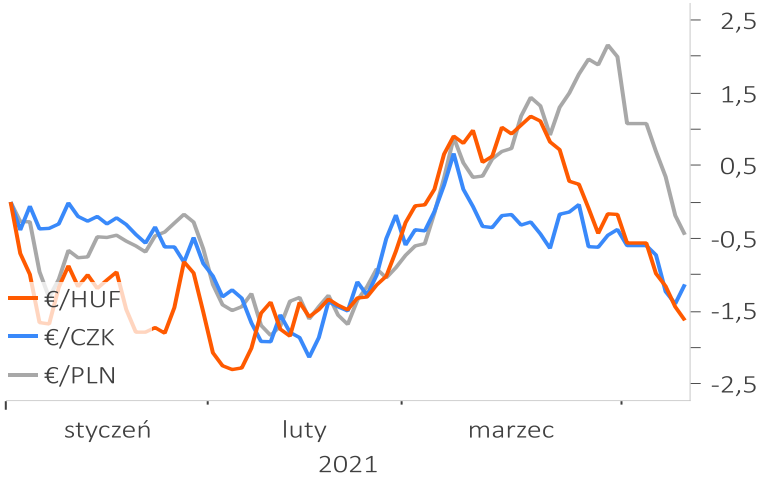


€/US$:

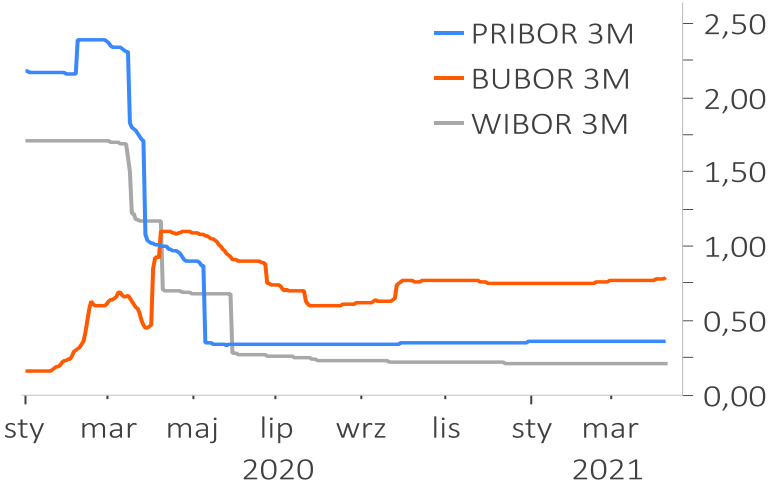
- W kwietniu nie wykluczamy korekty spadkowej €/US$ do 1,1750-1800. Momentum w amerykańskiej gospodarce pozostaje mocne, dzięki olbrzymiemu impulsowi fiskalnemu. Rosną też obawy przed silnym odbiciem inflacji. Z kolei Europa ciągle odczuwa skutki trzeciej fali pandemii.
- Naszym zdaniem to jednak tylko przystanek w dłuższym trendzie osłabienia dolara. W 2wk21 spodziewamy się znacznej poprawy tempa szczepień w Europie, co daje nadzieje na solidne odbicie koniunktury w 2poł21. Nakłada się na to ryzyko pogłębienia się deficytu handlowego USA, czy odpływu kapitałów z amerykańskiej gospodarki z uwagi na zapowiadane podwyżki podatków. Do końca kwartału kurs €/US$ powinien kontynuować wzrost ponad 1,20, i do 1,25-27 pod koniec roku.
- To niższa ścieżka niż zakładaliśmy np. na początku roku. Wynika to z ryzyka iż Rezerwa Federalna będzie zmuszona do zacieśnienia swojej polityki już w 2022, czyli wcześniej niż obecnie sugerują projekcje FOMC. Już obecnie oczekiwana ścieżka inflacji niebezpiecznie daleko odbiega od celu Fed. Narastanie presji cenowej w Chinach może przełożyć się na nasilenie dynamiki cen, szczególnie gdyby towarzyszyły temu dalsze wzrosty cen surowców energetycznych, czy wzrost cen nieruchomości w USA (pośrednio przekłada się on na inflację wg amerykańskiej metodologii).
- Głównym ryzykiem dla tego scenariusza jest głębsza korekta na rynkach ryzykownych aktywów, np. wobec propozycji USA ustandaryzowania stawek podatkowych dla firm.

Rynki walutowe – Przerwa w trendzie spadkowym €/PLN.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

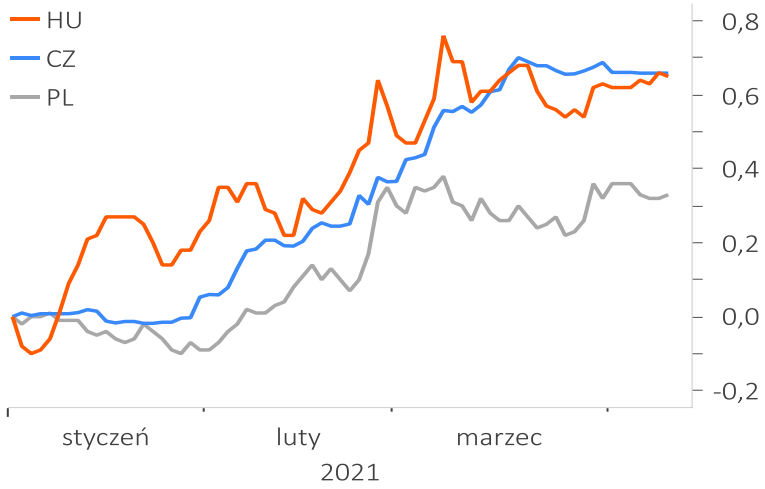


€/PLN:

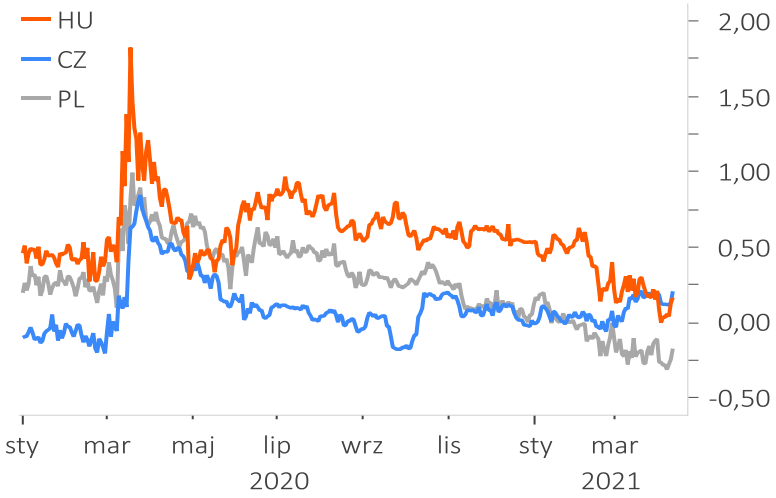
- Przynamniej na początku tygodnia kurs €/PLN powinien utrzymać się poniżej 4,55. Nastroje na rynkach pozostają stosunkowo dobre, także para €/US$ powinna utrzymać się na podwyższonym poziomie. Na maj przełożono też orzeczenie Sądu Najwyższego ws. kredytów frankowych.
- Według naszych szacunków po zeszłotygodniowym umocnieniu złoty praktycznie nie wycenia już ryzyka związanego z hipotecznymi kredytami walutowymi (por. wykresy na przedostatniej stronie). Stwarza to przestrzeń do ponownego osłabienia waluty pod koniec miesiąca. 29 kwietnia ws. kredytów frankowych wypowie się Europejski Trybunał Sprawiedliwości, na ogół bardzo prokonsumencki. Nie można więc wykluczyć, że przed jego orzeczeniem znów pojawią się opcje służące zabezpieczeniu przed większym osłabieniem złotego. Sugeruje to powrót pary €/PLN ponad 4,55 na koniec miesiąca.
- Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje jednak wsparcie procesu konwersji kredytów frankowych przez NBP (czyli przez rezerwy walutowe, a nie na rynku). Uważamy, że spadek związanej z tym niepewności powinien pozwolić na powrót pary do poziomów bardziej odpowiadających sytuacji fundamentalnej w kraju, np. nadwyżce handlowej.
- Pod koniec roku para €/PLN powinna sięgnąć nawet 4,40. Spadkowi pomóc powinna zarówno solidna koniunktura w kraju, jak i osłabienie dolara, które jest na ogół korzystne dla walut CEE.

Rynek długu – W środę aukcja skupu NBP.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019



Asset swapy 10L w CEE od 2020

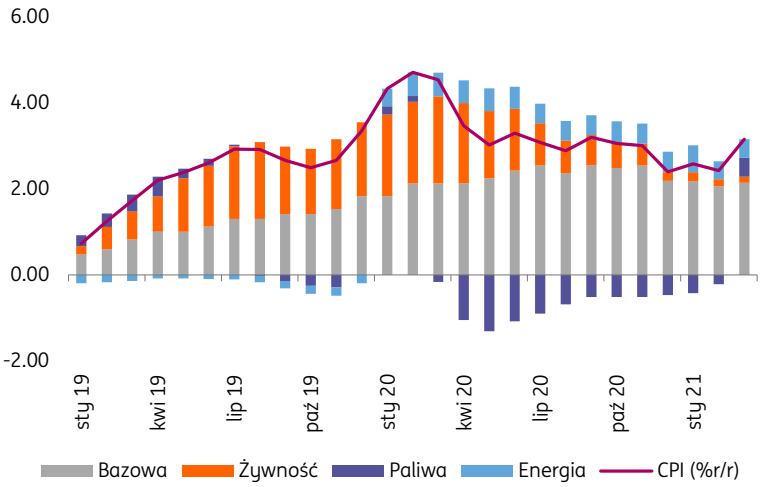


POLGBs:

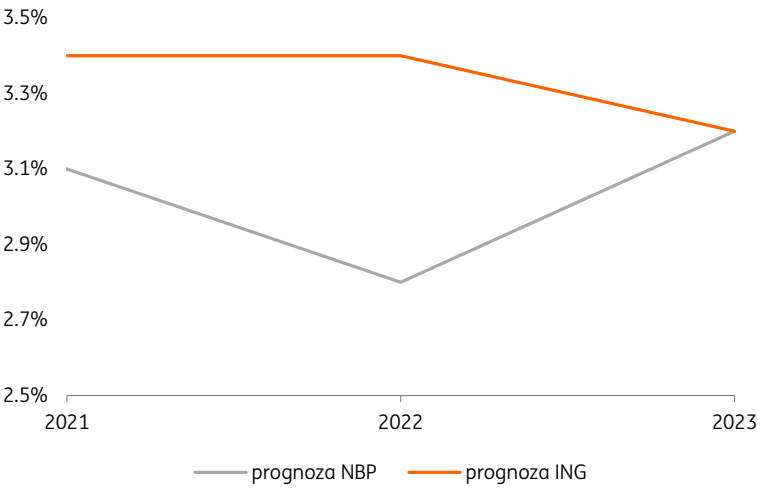
- Ten tydzień jest ubogi w dane z kraju. Poznamy tylko drugi odczyt inflacji i dane o bilansie płatniczym. Dlatego zachowanie złotowych swapów w najbliższych dniach powinna zdeterminować sytuacja na rynkach bazowych. Solidne dane z USA powinny przełożyć się na niewielki wzrost złotowych stawek IRS.
- Wzrost stawek powinien potrwać w zasadzie do końca roku. Ostatnie zaskoczenia inflacją sugerują duże ryzyko, że CPI przekroczy 4% r/r na koniec 2021. Inwestorzy powinni więc wyceniać podwyżki stóp jeszcze w 2022, tuż po zmianie prezesa NBP. Czy nowa Rada faktycznie rozpocznie kadencję od podwyżek nie jest jednak naszym zdaniem przesądzone.
- W tym tygodniu rentowności POLGBs pozostaną natomiast stabilne lub lekko się obniżą. W środę odbędzie się kolejny przetarg skupu NBP. Już podczas poprzedniej operacji bank centralny zdecydowanie bardziej agresywnie zbierał z rynku papiery. Piątkowa konferencja Prezesa NBP potwierdza, że bank będzie trzymać się tej strategii także w tym tygodniu. Oznacza to ponowną kompresję asset swapów i być może ustanowienie na nich nowych dołków.
- Środowy przetarg NBP będzie naszym zdaniem istotnym wyznacznikiem dla zachowania POLGBs w 2poł21. Otoczenie międzynarodowe sugeruje powrót do wzrostów rentowności krajowych obligacji. Zobaczymy więc na ile taki proces będzie tolerować NBP. Rozkład ryzyk sugeruje zawężenie zarówno asset swapów, jak i spreadów wobec krzywej niemieckiej do końca roku.

Stopy w Polsce stabilne pomimo podwyższonej inflacji.

Przebieg inflacji w Polsce



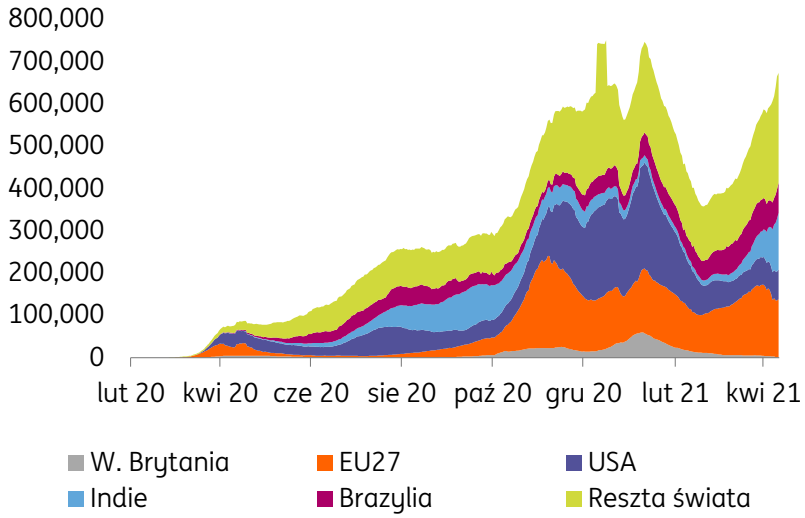
Prognozy inflacji CPI – NBP wobec ING BŚ



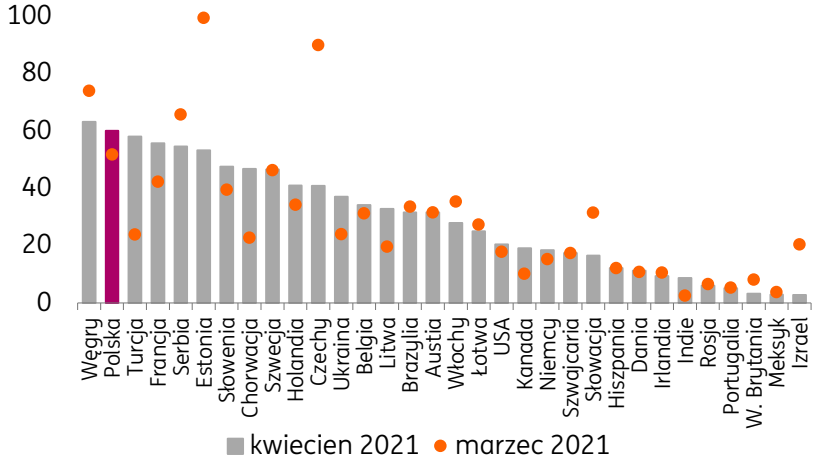
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP nie zmieniła stóp w Polsce i złagodziła stanowisko dotyczące kursu złotego. Wcześniej twierdziła, że brak dostosowania kursu może ograniczać tempo ożywienia, teraz, że ożywienie będzie też uzależnione od dalszego kształtowania się kursu PLN. To, że złoty znajduje się obecnie w „strefie komfortu" NBP potwierdził też w piątek A.Glapiński, prezes NBP.
- Zdaniem RPP, podobnie jak i A.Glapiśkiego, szybszy ostatnio wzrost cen w Polsce to efekt czynników jednorazowych poza kontrolą RPP. Czynniki te to np. opłaty za wywóz śmieci, niska baza dla cen paliw, wzrost cen energii, czy zakłócenia w sieciach dostaw. W piątkowym wywiadzie prezes NBP stwierdził, że tymczasowe przekroczenie przez CPI 3,5% w 2021 jest możliwe, jednak w 2022 inflacja CPI powróci w okolice 2,5%r/r. Bazowym scenariuszem dla stóp w Polsce jest wg. A.Glapińskiego brak ich zmian do końca kadencji RPP.
- Prezes A.Glapińskiego stwierdził też, że dla NBP wyznacznikiem jest akomodacyjne nastawienie Fed i ECB, a nie decyzje banków centralnych małych krajów regionu. Uważa, że polityka pieniężna w Polsce pozostanie łagodna dopóki nie zobaczymy ożywienie inwestycji, trwałej poprawy na rynku pracy i stabilnego odbicia konsumpcji. Stwierdził też, że NBP będzie kontynuował skup obligacji będąc bardziej aktywnym w kształtowaniu ich rentowności.
- Jesteśmy mniej optymistyczni niż prezes A.Glapiński co do inflacji. Uważamy, że może ona przekroczyć 3,4% średnio w 2021 i 4%r/r w końcu roku. Pozostanie też wysoka (3,4%) w 2022. To efekt rosnących kosztów produkcji i inflacyjnej, opartej na konsumpcji, struktury wzrostu PKB w Polsce. Naszym zdaniem jednak do końca obecnej kadencji większość w RPP będzie to tolerować. Priorytetem Rady będzie jest wspieranie wzrostu i programów rządowych.

Covid-19: Trzecia fala wciąż straszy na świecie i w Polsce.

Nowe dzienne przypadki Covid-19, 7-dniowa średnia



Nowe dzienne przypadki Covid-19 na 100tys. ludzi



Źródło: Obliczenia ING na podstawie danych John Hopkins University.

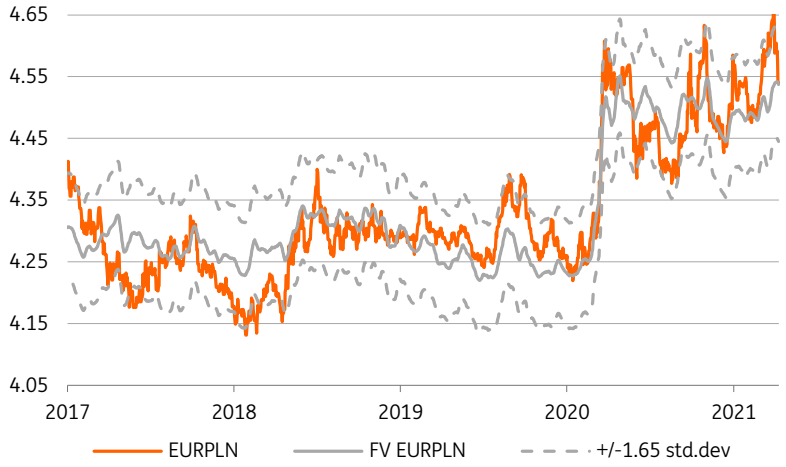
- Globalna liczba nowych przypadków Covid-19, liczona jako 7-dniowa średnia ruchoma, 11 kwietnia osiągnęła 675tys. i wzrosła o ponad 80tys. w porównaniu z ubiegłym tygodniem. To najwięcej zachrowań od połowy stycznia.
- Za nasilenie pandemii na świecie odpowiada szybkie rozprzestrzenianie się zakażeń w Indiach, gdzie notowane są rekordy dobowe (średnia prawie 135tys.). Dodatkowo, nieznaczne zwyżki zachorowań wystąpiły w Brazylii (średnia 75tys.), USA (70tys.) i Turcji (50tys.). Względna kontrola zakażeń w Europie odbywa się w wielu krajach za cenę twardego zamknięcia gospodarek (m.in. Niemcy, Francja, Polska).
- Licząc na 100tys. mieszkańców, Polska należy do krajów o najwyższej liczbie zakażeń w kwietniu (60 przypadków) i krajów o istotnym wzroście zachorowań w stosunku do średniej za marzec. Silny wzrost nowych infekcji zanotowały w tym okresie m.in. Turcja, Francja, Holandia, Litwa i Indie. Na drugim biegunie, wśród krajów z silnym spadkiem zachorowań znalazły się Estonia, Czechy, Słowacja, Serbia Węgry, Włochy, Wielka Brytania i Izrael. W dwóch ostatnich krajach, wynika to z sukcesu kampanii szczepień (około 115% i prawie 60% szczepionek w przeliczeniu na populację).
- W UE i w Polsce wykonano szczepienia odpowiadające nieznacznie ponad 20% ludności i tempo szczepień pozostaje prawie 3-krotnie wolniejsze niż w Wielkiej Brytanii i USA.
- Kraje europejskie spodziewają się mocnego przyśpieszenia tempa szczepień w kwietniu i maju ze względu na zwiększone dostawy szczepionek, w tym jednodawkowej szczepionki Johnson & Johnson, zatwierdzonej w UE na początku marca. Dopiero materializacja tego scenariusza pozwoli na stopniowe i bezpieczne otwarcie gospodarek.

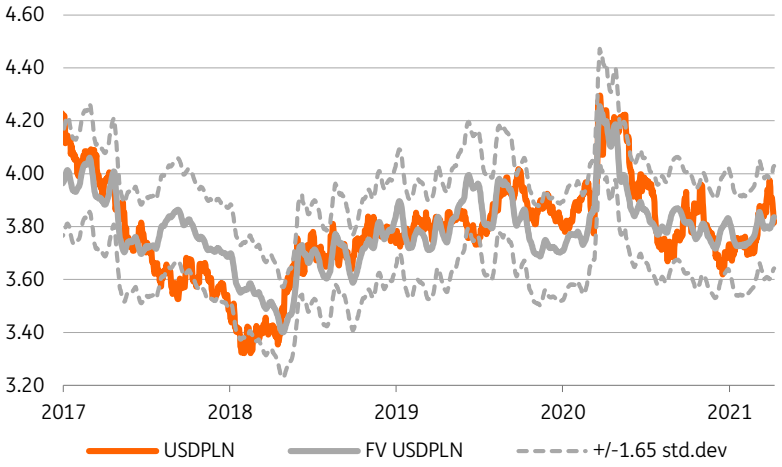
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe												
	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22
US$/PLN	3.78	3.70	3.66	3.61	3.56	3.52	3.48	3.44	3.44	3.45	3.45	3.48
€/PLN	4.56	4.52	4.50	4.47	4.45	4.43	4.42	4.40	4.41	4.41	4.42	4.42
CHF/PLN	4.17	4.11	4.06	4.02	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.84	3.84	3.85
GBP/PLN	5.27	5.26	5.25	5.24	5.24	5.22	5.20	5.18	5.20	5.23	5.26	5.29

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Po ostatnim spadku pary €/PLN złoty przestał być niedowartościowany wobec euro oraz dolara. Według wskazań naszego modelu złoty przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Mimo ich wzrostu w tym roku skala ruchu w przypadku swapów była jeszcze większa. To prawdopodobnie efekt operacji NBP, hamujących osłabienie papierów.





Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista
T 22 820 4696
E Rafal.Benecki@ing.pl

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista
T 22 820 4078
E Piotr.Poplawski@ing.pl

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista
T 22 820 5075
E Leszek.Kasek@ing.pl

Karol Pogorzelski
Starszy Ekonomista
T 22 820 4891
E Karol.Pogorzelski@ing.pl

Dawid Pachucki
Starszy Ekonomista
E Dawid.Pachucki@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 znajdą 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.