

Tygodnik ING

4kw20 pokazuje rosnącą odporność gospodarki polskiej i zagranicznych na pandemię. Zmiana konsensus oczekiwań odnośnie €/US\$ w 2021.

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

26 stycznia 2021



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



W skrócie

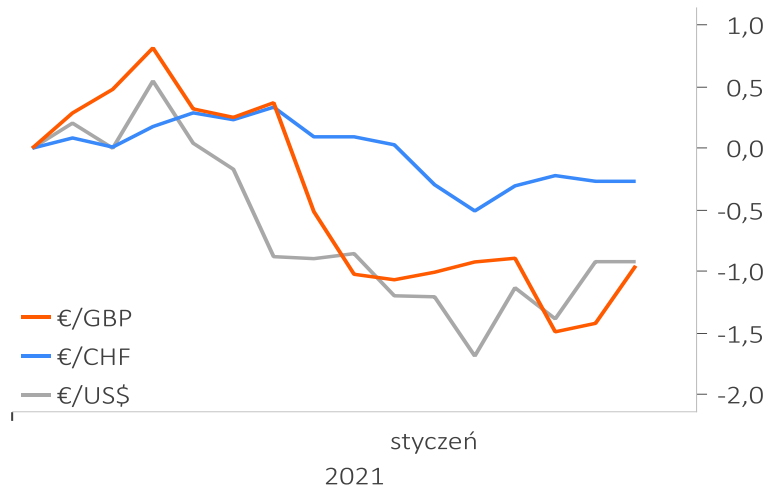
- W ubiegłym tygodniu spread między amerykańskimi i niemieckimi 10latkami zawężił się o około 2pb. Mimo obaw przed trzecią falą pandemii w Europie i kolejnymi lockdownami rentowność Bunda była stabilna, podtrzymywana serią dużych aukcji sprzedaży obligacji państw strefy euro. Po nieudanych próbach dotarcia do 1,20 kurs €/US\$ podniósł się do 1,2180.
- Długie POLGBs osłabiły się w ubiegłym tygodniu o 3pb. To efekt kolejnej podaży obligacji na aukcji (PLN8mld), jak i skupu papierów przez NBP w mniejszej skali od oczekiwań niektórych inwestorów. Mimo wzrostu €/US\$ złoty zakończył tydzień minimalnym osłabieniem wobec euro. To prawdopodobnie efekt obaw przed kolejnymi interwencjami NBP, gdyż krajowa waluta straciła także na tle regionu.
- W komentarzach rynkowych coraz bardziej widać spadek oczekiwań na wzrost €/US\$, przynajmniej w krótkim okresie. Inwestorzy zastanawiają się na ile nowy impuls fiskalny w USA może przyspieszyć normalizację polityki Fed, niepokoi ich też wolniejszy postęp szczepień w Europie niż USA a więc opóźnienie odbicia PKB. Sugeruje to, że część krótkoterminowych inwestorów może zacząć zamykać długie pozycje na parze €/US\$. Krótkoterminowo oznacza to ryzyko powrotu kursu do dołków z ubiegłego tygodnia, w bardziej negatywnym wariancie do kluczowej strefy wsparcia między 1,1980 i 1,20.
- Na bazowych rynkach spodziewamy się stabilizacji. Może jednak dojść do niewielkiego rozszerzenia się spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej. W ubiegłym tygodniu rentowności w Europie podtrzymywały duże przetargi, w tym tego efektu nie będzie. Pozostaje natomiast ryzyko trzeciej fali pandemii w Europie. Spodziewamy się też, że zarówno Fed i EBC będą starać się gasić oczekiwania na szybką normalizację ich polityk, co doprowadziłoby do niepożądanego wystromienia krzywych. FOMC ma okazję odnieść się do tego podczas posiedzenia w tym tygodniu, z kolei członkowie EBC mają w tym tygodniu szereg publicznych wystąpień. Poznamy też szereg danych, w tym PKB za 4kw20 z Polski i głównych gospodarek.

Kalendarz makroekonomiczny

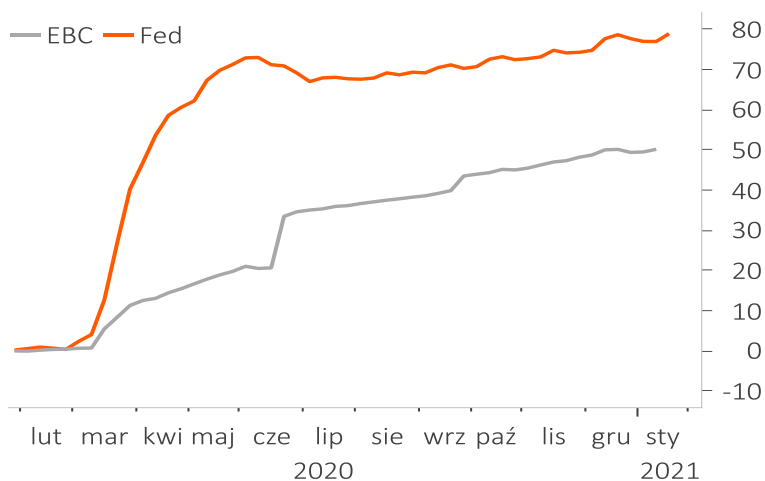
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
26 I	USA	16:00	Wskaźnik nastrojów konsumenckich	I	88,0pkt.	89,0pkt.	88,6pkt.
27 I	USA	20:00	Decyzja FOMC		b.z.	b.z.	b.z.
28 I	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	IV kw.	4,2%	4,8%	33,4%
29 I	Niemcy	10:00	PKB r/r	IV kw.	-3,9%	-3,4%	-3,9%
	Polska	10:00	PKB r/r	2020	-2,7%	-	-
	USA	15:45	Wskaźnik Chicago PMI	I	58,0pkt.	58,5pkt.	59,5pk

Rynki walutowe – dołek €/US\$ w 2021 już raczej za nami.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Aktywa Fed i EBC – zmiana w % od 2019

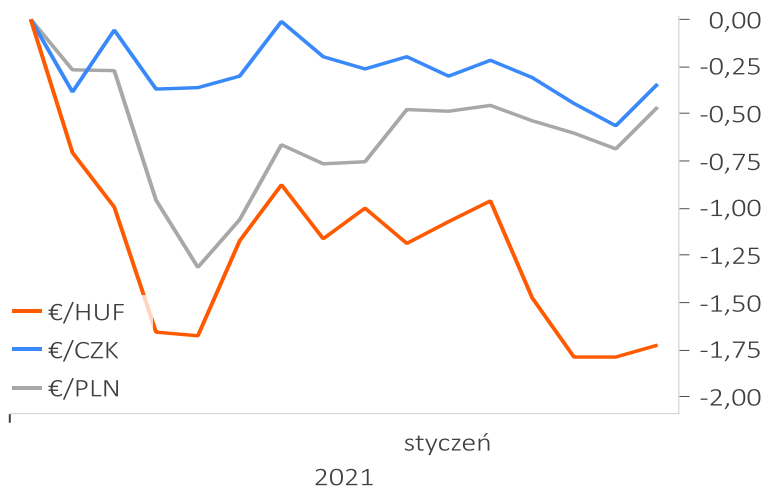


€/US\$:

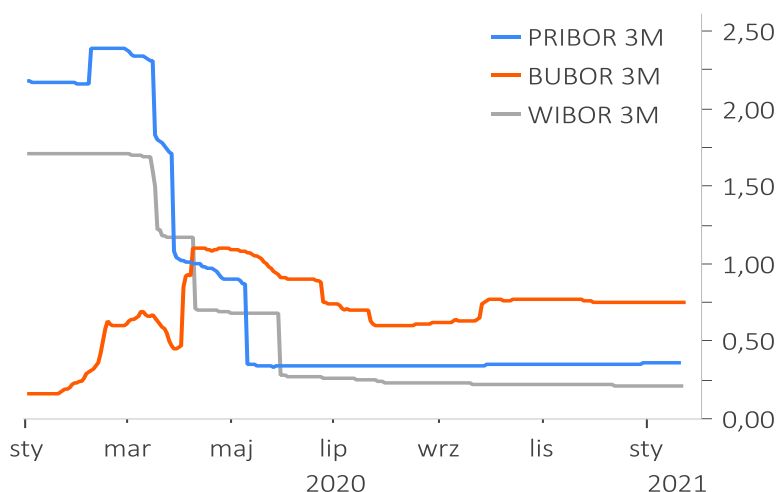
- Umocnienie dolara z początku roku wyhamowało. Kurs €/US\$ nie był w stanie przetestować kluczowej strefy wsparcia między 1,1980, a 1,20. Ostatnia słabsza pozycja euro to efekt opóźnień szczepień w Europie. Wolniejsze tempo wyjścia globalnej gospodarki z zapaści i związana z tym korekta na ryzykownych aktywach może przedłużyć okres konsolidacji dolara w 1pół20. Dodatkowo w USA coraz częściej dyskutowany jest scenariusz wcześniejszego rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej w USA z powodu dużego poluzowania fiskalnego, ryzyka wyższej inflacji i odbicia koniunktury. Stąd oczekiwania co do dalszego osłabienia dolara stają się mniej powszechne.
- W naszej ocenie dołki ze stycznia mogą okazać się tegorocznymi minimami pary, wciąż uważamy że pod koniec roku kurs zbliży się do 1,30, ale zauważamy ryzyka „w dół” dla tej prognozy.
- Wciąż argumentem za dalszym osłabieniem dolara są oczekiwania na kontynuację łagodnej polityki Fed i pełnienie przez dolara roli waluty finansującej dla inwestycji na innych rynkach (a więc odpływa kapitału z USA). Jakimś argumentem pozostaje też mniej protekcjonistyczna polityka nowej administracji USA. W naszej ocenie będzie ona premiować gospodarkę wschodzącą oraz strefę euro, które silnie odczuły wzrost barier celnych za administracji D.Trumpa. Dodatkowym ryzykiem dla dolara może być też polityka podatkowa USA. Ważnymi hasłami wyborczymi J.Bidena był wzrost podatków m.in. dla przedsiębiorstw, co może skłaniać je do przenoszenia zysków poza USA. D.Trump zachęcał kapitał do powrotu ulgami podatkowymi, co na początku jego kadencji wspierało popyt na dolara.

Rynki walutowe – €/PLN blisko 4,53.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

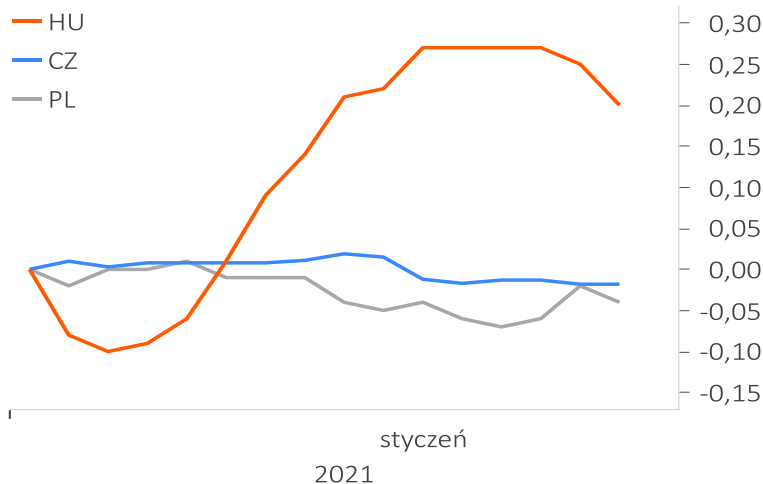


€/PLN:

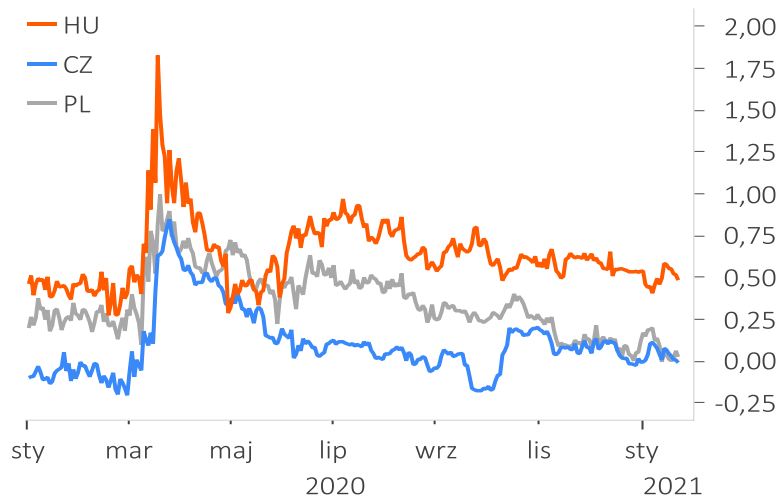
- W tym tygodniu kurs €/PLN powinien utrzymać się dość blisko 4,53. Nie widać fundamentalnych powodów aby złoty miał osłabiać się bardziej. Krajowa waluta już obecnie jest niedowartościowana, biorąc pod uwagę np. wysoką nadwyżkę w bilansie obrotów bieżących. Ostatnie komentarze z RPP wskazują też, że do dalszych obniżek stóp raczej nie dojdzie. Z drugiej jednak strony inwestorzy prawdopodobnie obawiają się kolejnych interwencji NBP przeciw złotemu.
- Według naszego modelu określającego teoretyczną wartość pary €/PLN na tle innych zmiennych rynkowych złoty jest ciągle bliski silnego niedowartościowania. To naszym zdaniem także argument przeciw większemu wzrostowi pary €/PLN.
- W dłuższym terminie, tj. od lutego, spodziewamy się ponownej presji na spadek pary €/PLN. Powrócą wzrosty €/US\$, co będzie sprzyjać dalszemu napływowi kapitałów do gospodarek CEE. Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach kurs €/PLN najprawdopodobniej nie zejdzie dalej niż do okolic 4,45-48. Wynika to z ostatnich komentarzy z NBP – inwestorzy prawdopodobnie będą postrzegać ryzyko kolejnych interwencji przeciw złotemu jako dość wysokie gdy para €/PLN będzie zbliżać się do poziomów przy których zaczęły się grudniowe interwencje (około 4,45).
- Ryzykiem dla złotego może być uruchomienie operacji konwersji franków na złote, gdyby wzrosły szanse na systemowe rozwiązanie kwestii tych kredytów, na razie oceniamy że szanse na takie rozwiązanie są niskie.

Rynek długu – krótkoterminowe spłaszczenie krzywej SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

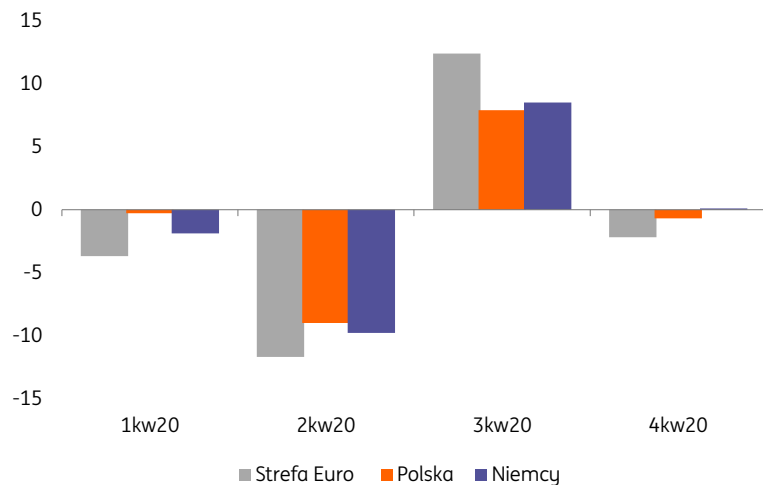


POLGBs:

- W tym tygodniu na krajowym rynku długu spodziewamy się spłaszczenia krzywej przez umocnienie papierów z długiego końca. Piątkowa aukcja pokazała, że popyt na dług pozostaje wysoki. Nie towarzyszyło mu umocnienie złotego, co może oznaczać, że kupowały głównie podmioty krajowe.
- Przecenę POLGBs z ubiegłego tygodnia traktujemy wyłącznie jako czyszczenie portfeli przed przetargiem. Tym bardziej że MinFin ma do sfinansowania na rynku 20% tegorocznych potrzeb (około 40 mld PLN). Wsparciem dla długich papierów może okazać utrzymanie niskich rentowności Bundów-ryzyko trzeciej fali wciąż istnieje. To tym bardziej prawdopodobne ponieważ w tym tygodniu rentowności w Europie nie będą już podbijać duże podaże długu.
- Także na pierwszej w tym roku aukcji POLGBs popyt dwukrotnie przewyższył podaż. Jednak wówczas mógł pojawić się większy popyt z zagranicy. Naszym zdaniem zainteresowanie nierezydentów może szybko powrócić jeżeli spadną obawy przed spadkiem €/US\$. Oczekiwania na osłabienie dolara w dłuższym terminie są dosyć powszechne i powinny skłaniać inwestorów zagranicznych do zakupów POLGBs i niezabezpieczania pozycji walutowej.
- Na krótkim końcu spodziewamy się stabilizacji. Komentarze z NBP (w tym prezesa A.Głapińskiego) wskazują, że bazowym scenariuszem jest utrzymanie stóp na obecnym poziomie do końca kadencji Rady.
- W dłuższym terminie, szczególnie od przełomu 2-3kw20, spodziewamy się ponownego stromienia krzywej POLGBs wraz z oczekiwanym osłabieniem np. Bunda.

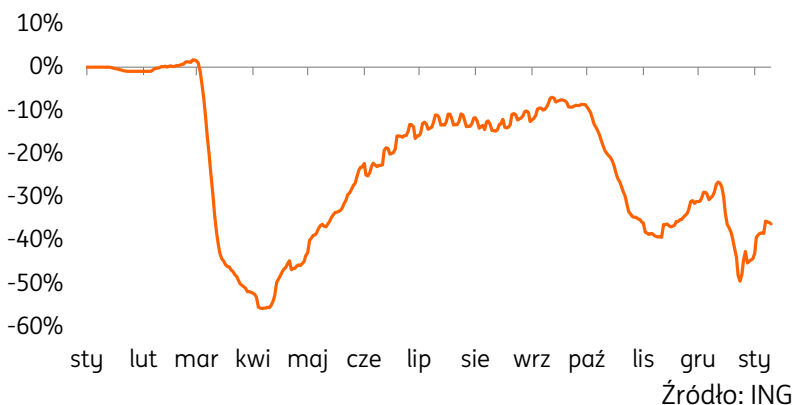
4Q20: wzrost odporności gospodarek na kolejne fale Covid.

PKB (kw/kw, sa): Polska na tle partnerów handlowych



Indeks zamrożenia gospodarki

Miara ING agregująca dane o mobilności ludności oraz informację o skali restrykcji administracyjnych



- Znamy już najważniejsze miesięczne dane dla Polski z grudnia. Wszystkie zaskoczyły na plus. Rynek pracy jest silny. W gru-20 przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach wzrosło o 6,6%/r (konsensus zakładał 4,7%/r), a firmom udało się stworzyć 10tys. etatów względem listopada. Przetwórstwo już od kilku miesięcy raportuje wzrost nowych zamówień, a braki kadrowe w związku kwarantanną pracowników skutkują wzrostem popytu na pracę. Produkcja sprzedana wzrosła o 11,2%/r wobec 5,4% w listopadzie. Przyspieszyła produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych. Odbicie kontynuuje produkcja dóbr inwestycyjnych. To kolejny, obok dobrych danych z budowlanki (pierwszy od mar-20 wzrost w ujęciu r/r) indikator poprawy popytu inwestycyjnego. Ujemne wyniki zanotowała wprawdzie sprzedaż detaliczna, ale spadki były mniejsze od oczekiwań. Ograniczeniem dla wzrostu wydatków konsumpcyjnych wydają się być bariery administracyjne, a nie ograniczenia budżetowe gospodarstw domowych.
- W Polsce ale również gospodarkach zagranicznych (patrz wykres) rośnie odporność na kolejne fale pandemii. W 4kw20 ilość zachorowań na Covid jest wielokrotnie większa niż wiosną, ale nasz indeks zamrożenia gospodarki polskiej wskazuje, że restrykcje były 1/4-1/2 mniej uciążliwe niż wiosną a spadek PKB w ujęciu kw/kw wyniósł tylko ok. 1/10 tego co w 2kw20. Gospodarka Polska, ale też i naszych największych partnerów handlowych, szybko dostosowuje się do nowych warunków działania. Pomaga utrzymująca się dobra koniunktura w przemyśle globalnym.
- Szacujemy, że w ujęciu r/r PKB w 4kw20 spadł około 2,5-2,8%, w całym 2020 o 2,7-2,8%. Pomimo ujemnego wyniku w 4kw20, byłby on prawie dwukrotnie lepszy niż oczekiwania sformułowane wiosną.

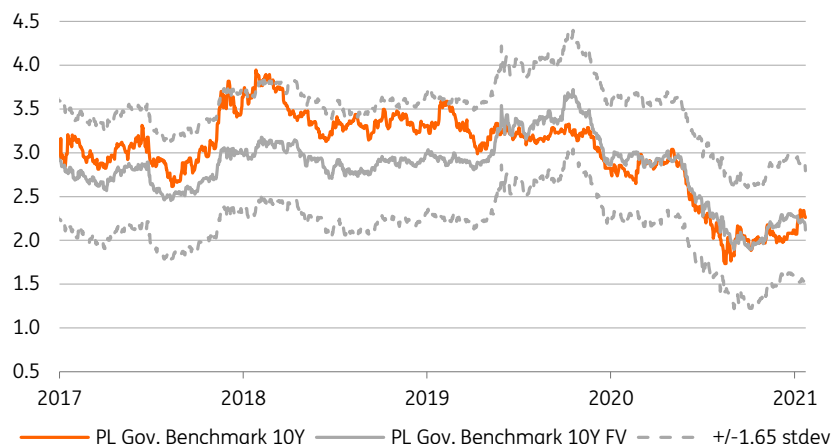
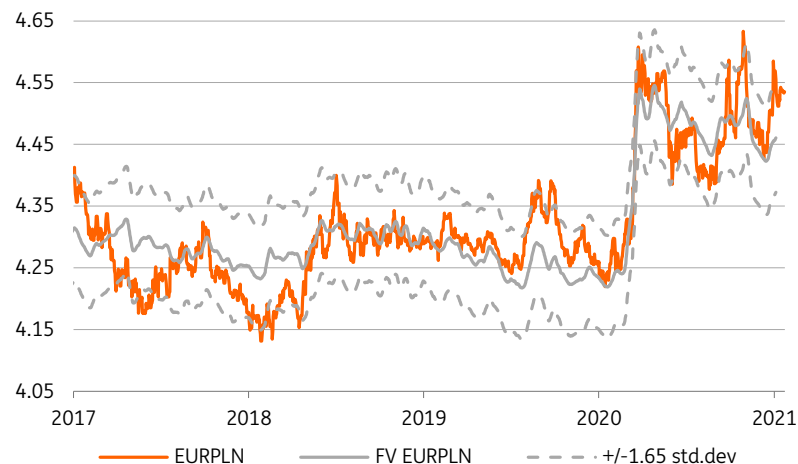
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22
US\$/PLN	3.65	3.73	3.70	3.66	3.62	3.61	3.59	3.58	3.50	3.43	3.35	3.36
€/PLN	4.46	4.48	4.46	4.44	4.42	4.41	4.41	4.40	4.39	4.37	4.36	4.36
CHF/PLN	4.12	4.15	4.10	4.06	4.02	3.99	3.96	3.93	3.88	3.84	3.79	3.76
GBP/PLN	5.03	5.09	5.07	5.05	5.02	5.02	5.01	5.00	4.98	4.97	4.95	4.96

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Modele kursu walutowego sugerują, że złoty jest bliski silnego niedowartościowania wobec euro. Według naszych szacunków istotne niedowartościowanie zaczyna się od okolic 4,55.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Niska podaż SPW i popyt na obligacje na światowych rynkach nie sugerują, aby miało się to w najbliższym czasie zmienić.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki Główny Ekonomista	Piotr Popławski Starszy Ekonomista	Leszek Kąsek Starszy Ekonomista	Karol Pogorzelski Starszy Ekonomista	Dawid Pachucki Starszy Ekonomista
T 22 820 4696	T 22 820 4078	T 22 820 5075	T 22 820 4891	
E Rafal.Benecki@ing.pl	E Piotr.Poplawski@ing.pl	E Leszek.Kasek@ing.pl	E Karol.Pogorzelski@ing.pl	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 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.