

Tygodnik ING

W styczniu odbicie CPI w Polsce, sfera realna obciążona restrykcjami.

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

15 lutego 2021



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



W skrócie

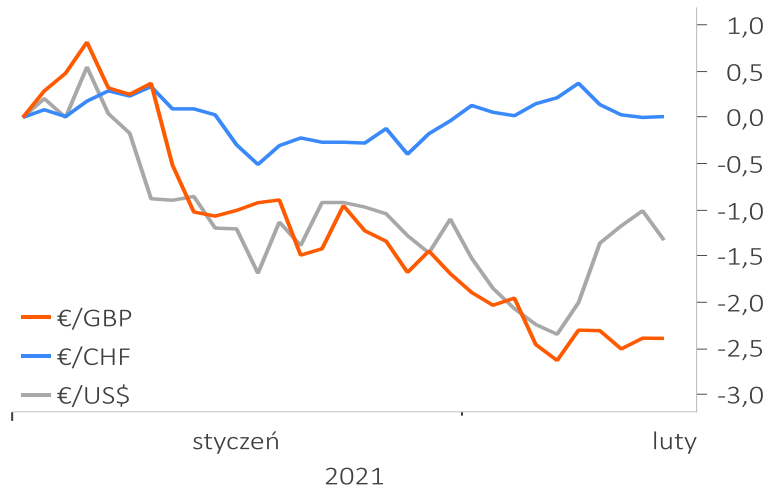
- Bazowe rynki długu zakończyły ubiegły tydzień bez dużych zmian. W jego trakcie rentowności spadały, ale papiery znów osłabiły się w piątek. Powodem przeceny był postęp m.in. zatwierdzeniu wartego US\$1,9bln pakietu fiskalnego USA. Kurs €/US\$ rozpoczął tydzień wzrostem z 1,2020 do 1,2120. W kolejnych dniach osłabienie dolara jednak się zatrzymało i kurs zamarł na tym poziomie do końca tygodnia.
- POLGBs zakończyły ubiegły tydzień dalszym osłabieniem, rentowność 10latki wzrosła o kolejne 5pb. To prawdopodobnie nadal efekt rosnących oczekiwań na podwyżki stóp NBP (i ogólnie w regionie CEE), który już wcześniej przełożył się na wzrost stawek IRS. Kurs €/PLN wzrósł natomiast z dołków w okolicach 4,47 do 4,50 (a przejściowo nawet powyżej). To efekt osłabienia walut CEE – złoty stracił w podobnej skali co np. forint. Nadal nie widzimy więc dużego wpływu np. obaw o przewalutowanie kredytów hipotecznych na rynku.
- W tym tygodniu uwagę inwestorów skupią prawdopodobnie dane o aktywności z USA (sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w środę) i PMI ze strefy euro (piątek). Spodziewamy się zaskoczeń na plus z USA i na minus z Europy. Sugeruje to, że kurs €/US\$ w najbliższych dniach utrzyma się w trendzie bocznym poniżej wsparcia na 1,2150 lub zanotuje niewielki spadek / korektę (do 1,2070). Na rynkach bazowych w najbliższych dniach oczekujemy raczej stabilizacji i niewielkiego rozszerzenia spreadu pomiędzy krzywą amerykańską i niemiecką.

Kalendarz makroekonomiczny

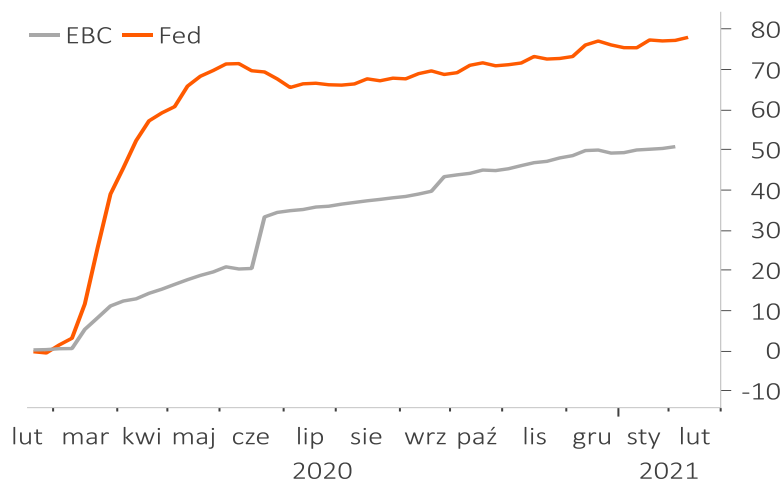
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
16 II	Strefa euro	11:00	PKB r/r	IV kw.	-5,1%	-5,1%	-5,1%
17 II	Polska	10:00	Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	I	-1,0%	-1,1%	-1,0%
			Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	I	6,0%	4,6%	6,6%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	I	1,3%	0,7%	-0,7%
		15:15	Produkcja przemysłowa m/m	I	0,6%	0,4%	1,6%
18 II	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	I	2,0%	1,0%	11,2%
19 II	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	II	52,1pkt.	54,5pkt.	54,8pkt.
			PMI - usługi	II	45,8pkt.	45,9pkt.	45,4pkt.
	Polska		Sprzedaż detaliczna r/r	I	-5,0%	-4,5%	-0,8%

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

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Aktywa Fed i EBC – zmiana w % od 2019

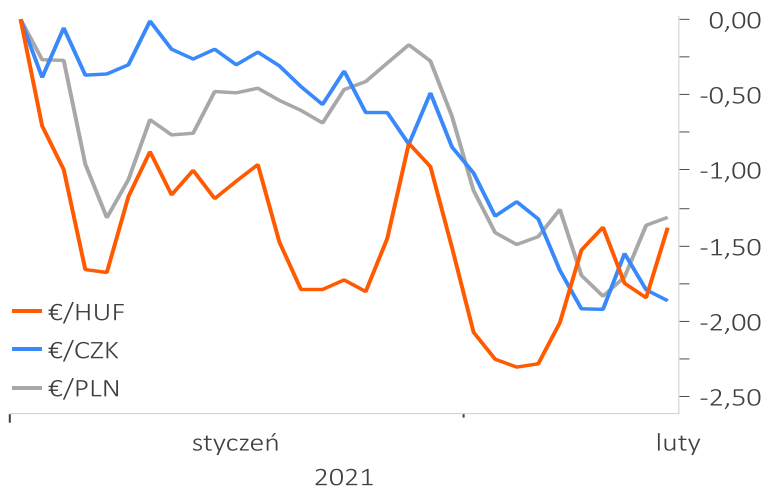


€/US\$:

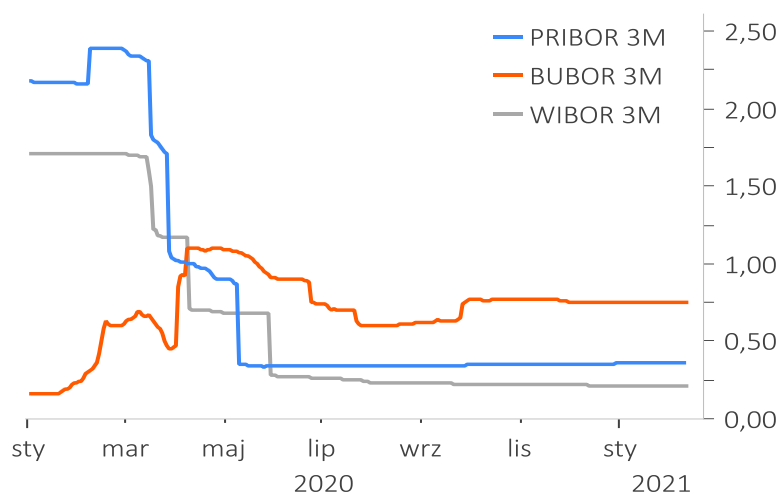
- Dziś z uwagi na święto w USA spodziewamy się mniejszej zmienności na rynkach. W kolejnych dniach uwagę inwestorów skupią prawdopodobnie dane o aktywności z USA (sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w środę) i PMI ze strefy euro (piątek). Spodziewamy się zaskoczeń na plus z USA i na minus z Europy. Sugeruje to, że kurs €/US\$ w najbliższych dniach utrzyma się w trendzie bocznym poniżej wsparcia na 1,2150 lub zanotuje niewielki spadek / korektę (do 1,2070).
- Jesteśmy jednak prawdopodobnie dość daleko od poziomów, których przebicie spowodowałoby realizację stop loss z pozycji na osłabienie dolara. Nie udało się to nawet po przełamaniu 1,20. Dlatego ew. korektę / spadek pary €/US\$ w tym tygodniu traktujemy jako tymczasową.
- Tym niemniej kurs €/US\$ może utrzymać się dosyć blisko 1,21 przez kilka tygodni. Postęp w szczepieniach w USA jest dużo szybszy niż w strefie euro. Inwestorzy prawdopodobnie ciągle nie wycenili też w pełni dalszego poluzowania fiskalnego w USA. Wspiera to oczekiwania na podwyżki stóp procentowych Fed szybciej niż sugeruje to np. dot plot (czyli zestawienie oczekiwanej przez członków Fed ścieżki stóp).
- W dłuższym terminie, szczególnie 2poł21, spodziewamy się wzrostu kursu €/US\$, do 1,25-27 pod koniec roku. Uważamy, że nawet w razie odbicia inflacji Fed utrzyma łagodne nastawienie na długo po odbiciu koniunktury. Sugeruje to odpływ kapitałów z USA na rynki wschodzące wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści po pandemii.

Rynki walutowe – €/PLN w trendzie bocznym, blisko 4,51.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

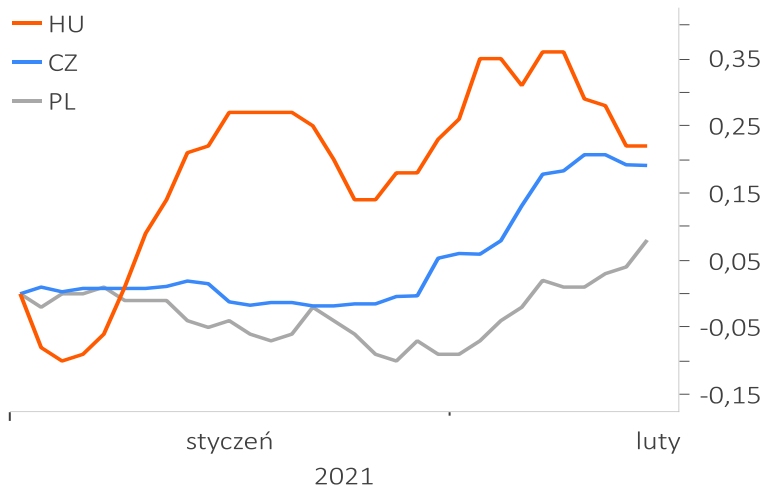


€/PLN:

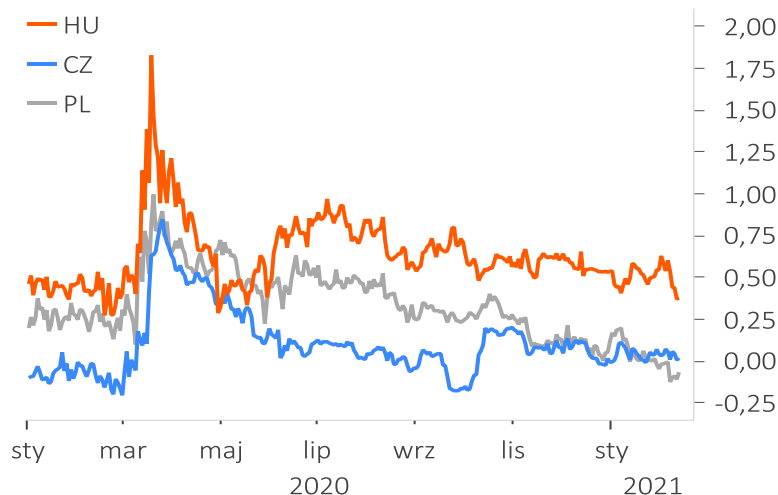
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji pary €/PLN blisko 4,50. Kurs wrócił do poziomów, które powinny ograniczyć obawy inwestorów o interwencje NBP. Na większą korektę / osłabienie złotego nie wskazuje z kolei solidna sytuacja gospodarcza w kraju, co publikowane w tym tygodniu dane powinny potwierdzić. Ważniejsze są jednak oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Naszym zdaniem są one zdecydowanie nadmierne, ale mogą utrzymać się nawet kilka tygodni w oderwaniu np. od retoryki NBP.
- Rynek ciągle nie wycenił prawdopodobnie ryzyka konwersji walutowych kredytów hipotecznych na złote, co mogłoby negatywnie odbić się na PLN. To jednak raczej przejściowy problem – najprawdopodobniej nawet w razie konwersji odbędzie się ona poprzez NBP, a nie na rynku.
- Nasz model, określający poziom równowagi pary €/PLN na podstawie innych zmiennych rynkowych (np. IRS), wskazuje, że złoty jest ciągle lekko niedowartościowany do euro. Różnica jest jednak na tyle mała, że nie powinna zachęcać do zajmowania większych pozycji na spadek €/PLN, szczególnie biorąc pod uwagę ww. obawy przed interwencjami NBP.
- W dalszym horyzoncie, szczególnie 2pol21, spodziewamy się kontynuacji umocnienia złotego. Wraz ze spodziewanym trwałym osłabieniem dolara oczekujemy napływów kapitałów do gospodarek CEE. W połączeniu z solidnymi fundamentami kraju, w tym nadwyżką handlową, powinno to zepchnąć kurs €/PLN nawet poniżej 4,40. Gdyby nie polityka NBP ruch byłby prawdopodobnie nawet większy, biorąc pod uwagę skalę spodziewanego przez nas wzrostu pary €/US\$.

Rynek długu – POLGBs nadal pod wpływem zagranicy.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

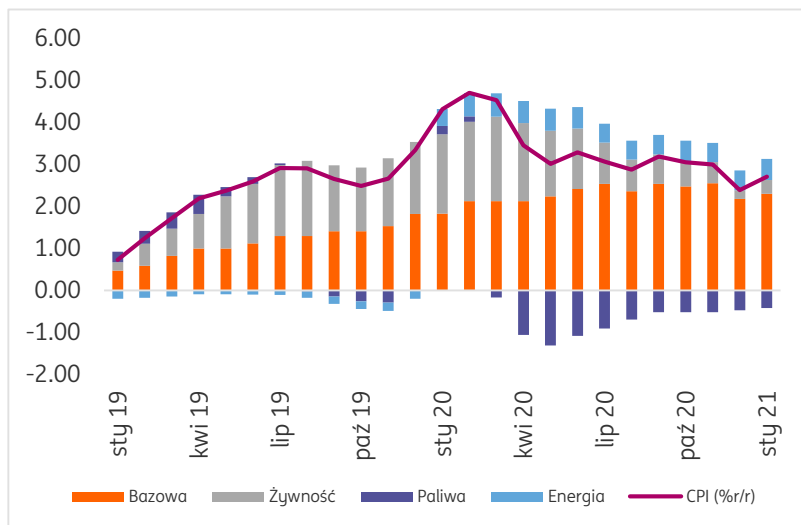


POLGBs:

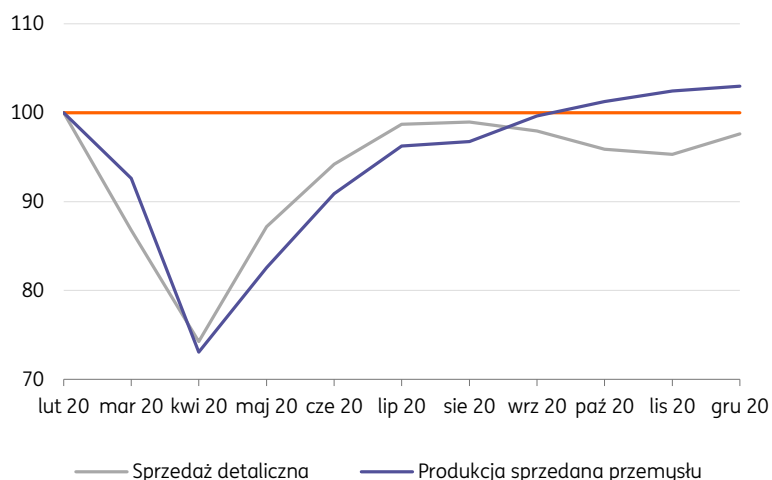
- Wycenom krajowych papierów w dalszym ciągu wyraźnie ciąży oczekiwania na podwyżki stóp NBP. To prawdopodobnie głównie efekt dużych pozycji inwestorów zagranicznych. M.in. dlatego ruch na swapach jest zdecydowanie większy niż na samych papierach, gdzie większą rolę odgrywają podmioty krajowe. Kompresję spreadów widać też np. na Węgrzech, więc faktycznie jest to raczej koszykowe zajmowanie pozycji przez zagranicę.
- W tym tygodniu widzimy ryzyko lekkich wzrostów rentowności, z uwagi na wspomniane oczekiwania na podwyżki stóp. W naszej ocenie są one oderwane od krajowych fundamentów, czy retoryki NBP. Historia podpowiada jednak, że mogą utrzymywać się do kilku tygodni. Oczekujemy też dalszej, choć już w mniejszej skali, redukcji asset swapów. Dane z kraju publikowane w najbliższych dniach niekoniecznie muszą mieć istotne przełożenie na wyceny. Zagranica gra scenariusz podwyżek stóp w horyzoncie 2-5lat, więc bieżące odczyty nie mają tu takiego znaczenia.
- Spodziewamy się też, że co najmniej do końca miesiąca jest miejsce na dalszą redukcję asset swapów. W lutym odbędzie się tylko jedna aukcja sprzedaży. To efekt pozyskiwania finansowania przez MF poza rynkiem, z unijnego programu SURE.
- Rynek prawdopodobnie nie wycenia też jeszcze możliwości finansowania potrzeb pożyczkowych Polski z Funduszu Odbudowy. To nawet trzy razy większa kwota niż środki z SURE. Mogłoby to znacząco zmniejszyć rynkowe emisje SPW także w kolejnych latach.

W styczniu odbicie CPI, sfera realna obciążona restrykcjami.

Inflacja CPI – zmiany r/r i ich struktura



Wolumeny produkcji i sprzedaży, luty 2020 = 100



- W styczniu 2021 inflacja CPI wzrosła do 2,7%/r (konsensus zakładał stabilizację na 2,4%). Zaskoczenie o efekt silnego, pomimo wysokiej bazy, wzrostu cen żywności (1,3%/r wobec 0,8%/r w grudniu). Szacujemy, że przyspieszyła też inflacja bazowa, do ok. 4%/r wobec 3,7%/r w grudniu i wolniej w ujęciu r/r spadły ceny paliw. W styczniu dołożył się też niższy w ujęciu r/r spadek cen paliw.
- Wzrost inflacji już na początku roku potwierdza scenariusz wyższego wzrostu cen w 2021 (3,1%/r wobec 3,4% w 2020). Najważniejszy czynniki proinflacyjne w tym roku to decyzje administracyjne (opłaty mocowa i OZE, podatek cukrowy, podatek handlowy, wzrost opłat za wywóz śmieci). Dodatkowo mamy strukturę wzrostu opartą na konsumpcji, co nie sprzyja budowie przewag konkurencyjnych, które poprzez wzrost produktywności łagodziłoby presję inflacyjną.
- W tygodniu poznamy większość danych ze sfery realnej za styczeń. M.in. w środę rynek pracy. Szacujemy, że w ujęciu r/r zatrudnienie wciąż jest 1,0% poniżej poziomu sprzed pandemii, a wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 6,0%/r, m.in. przez 7,7% wzrost płacy minimalnej.
- W czwartek wyniki produkcji sprzedanej przemysłu. Oczekujemy, że w styczniu tempo wzrostu zwolniło do 2%/r wobec 11,2%/r w grudniu. Koniunktura w przemyśle pozostaje dobra, na wyniku zaważy układ dni roboczych.
- W piątek sprzedaż detaliczna. Po zaostrzeniu restrykcji dla handlu w końcu grudnia spodziewamy się spadku w styczniu o 5%/r. Dane GUS pokazują przywiązanie Polaków do tradycyjnych kanałów sprzedaży. Rosnący udział zakupów w Internecie w okresie większych restrykcji dotychczas nie kompensował spadku zakupów sklepach stacjonarnych.

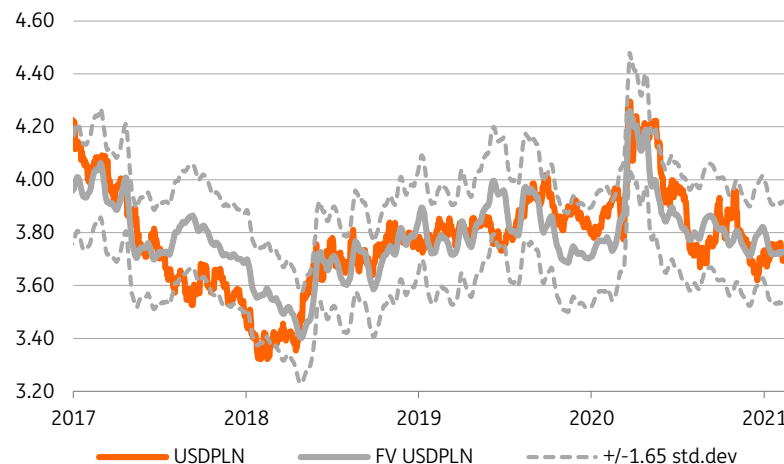
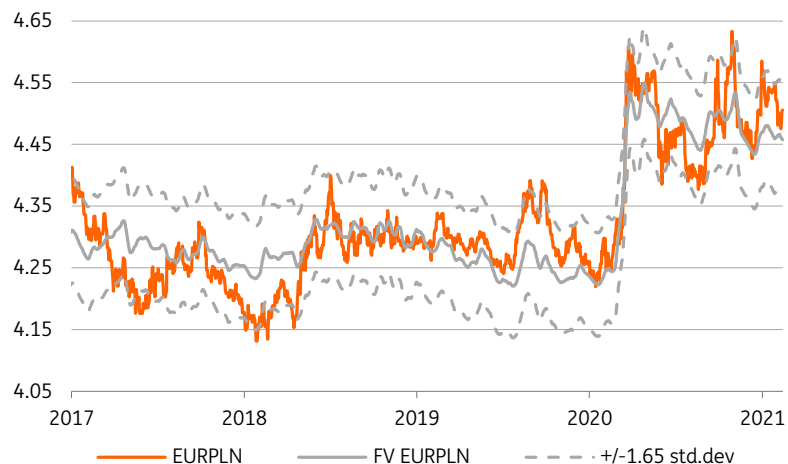
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22
US\$/PLN	3.75	3.72	3.69	3.66	3.64	3.62	3.60	3.52	3.44	3.36	3.38	3.39
€/PLN	4.50	4.49	4.48	4.47	4.46	4.44	4.43	4.41	4.39	4.37	4.38	4.38
CHF/PLN	4.17	4.13	4.10	4.06	4.03	3.99	3.96	3.90	3.85	3.80	3.81	3.81
GBP/PLN	5.11	5.14	5.17	5.20	5.20	5.21	5.21	5.19	5.16	5.14	5.17	5.20

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 obecnie bardzo bliski wycenie modelowej wobec dolara oraz lekko niedowartościowany wobec euro.
- 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.