

Tygodnik ING

**Pandemia w odwrocie. Powolne szczepienia w UE.
Rynki liczą na podwyżki stóp NBP przed 2023.**

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

9 lutego 2021



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



W skrócie

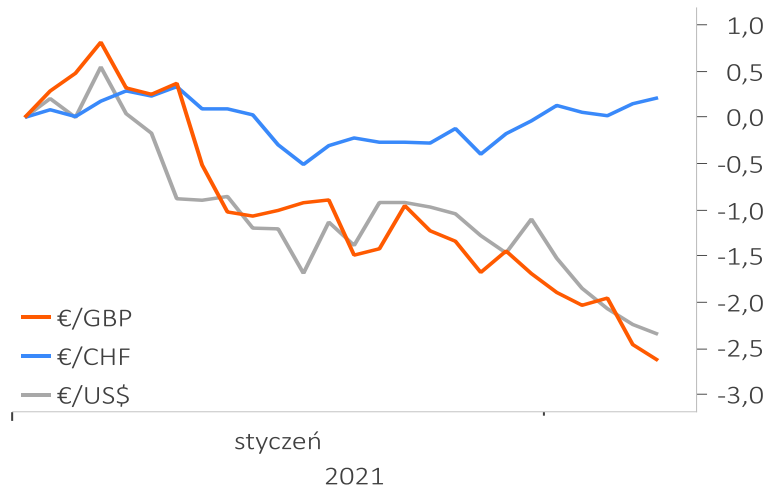
- Już prawie od dwóch tygodni, Polska rejestruje średnio 14 przypadków zakażeń koronawirusem na 100tys. mieszkańców. Wczoraj zarejestrowano 4,7tys. nowych infekcji (na 31tys. testów), czyli 1,2tys. mniej niż dzień wcześniej (przy 44tys. testów) i podobnie jak tydzień temu. W piątek rząd ogłosił, że od 12 lutego możliwe będzie otwarcie: hoteli i miejsc noclegowych (do 50% dostępności) oraz obiektów sportowych na świeżym powietrzu oraz placówek kulturalnych do 50% publiczności. Złagodzenie restrykcji ma charakter warunkowy - jeśli w ciągu najbliższych dwóch tygodni nastąpi wzrost zakażeń, wówczas restrykcje zostaną przywrócone. Restauracje, kluby fitness i siłownie pozostaną zamknięte.
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ przełamał się poniżej wsparcia 1,20. Nie wywołało to jednak większych stop-loss - inwestorzy długoterminowi są prawdopodobnie nadal przekonani o osłabieniu dolara w dłuższym okresie. Dlatego para szybko wróciła ponad 1,20, gdzie zakończyła tydzień. Umocnienie dolara nie miało jednak większego przełożenia na złotego, który podobnie jak inne waluty regionu, umocnił się w ubiegłym tygodniu. Kurs €/PLN zakończył tydzień w okolicach 4,49 i tam też rozpoczyna handel dziś rano. Na bazowych rynkach długu w ostatnich dniach trwały wzrosty rentowności. Mógł to być efekt wyraźnego spadku zakażeń Covid-19 na świecie i nadziei na szybkie wyjście światowej gospodarki z zapaści, dużego pakietu fiskalnego w USA i globalnie lepszych danych za 4kw20. Długie POLGBs osłabiły się w podobnej skali jak rynki bazowe.
- W tym tygodniu uwagę rynków skupią prawdopodobnie dane o inflacji w USA (środa) oraz doniesienia o walce z pandemią. W naszej ocenie amerykańska CPI okaże się bardzo bliska oczekiwaniom. Rozkład ryzyk wskazuje jednak raczej na dalsze osłabienie papierów, choć w mniejszej skali jak w ubiegłym tygodniu. Można też oczekiwać niewielkiego wzrostu spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej. Postępy w szczepieniach, zwłaszcza w USA, dają nadzieję na szybkie odmrożenie gospodarki. Nakładają się na to wyższe ceny surowców energetycznych, co wzmacnia oczekiwania, że odbicie inflacji będzie szybsze niż np. zakłada Fed.

Kalendarz makroekonomiczny

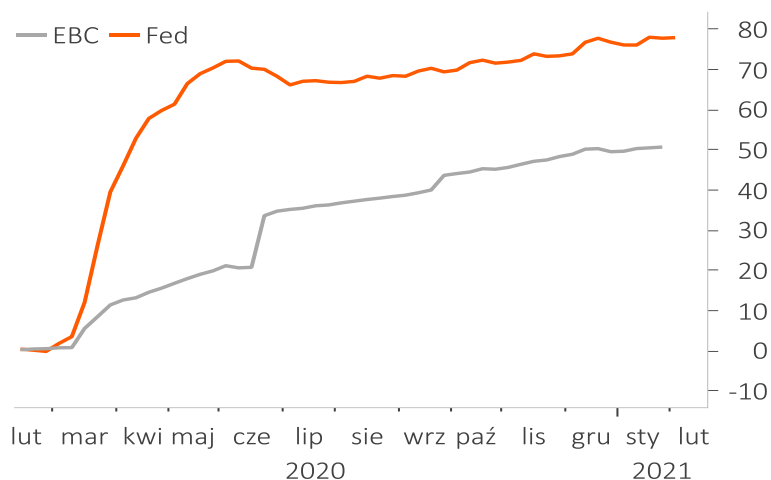
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 II	USA	14:30	Inflacja bazowa r/r	I	1,6%	1,6%	1,6%
			CPI r/r	I	1,6%	1,5%	1,4%
12 II	UK	8:00	PKB kw/kw	IV kw.	0,6%	0,5%	16,0%
	Polska	10:00	PKB r/r	IV kw.	-2,9%	-	-1,5%
	USA	16:00	Wskaźnik Uniwersytetu Michigan	II	80,0pkt.	80,5pkt.	79,0pkt.

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

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Aktywa Fed i EBC – zmiana w % od 2019

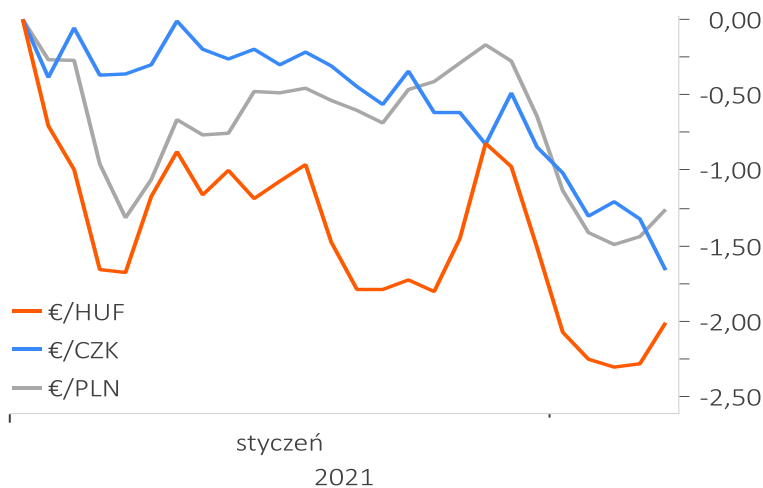


€/US\$:

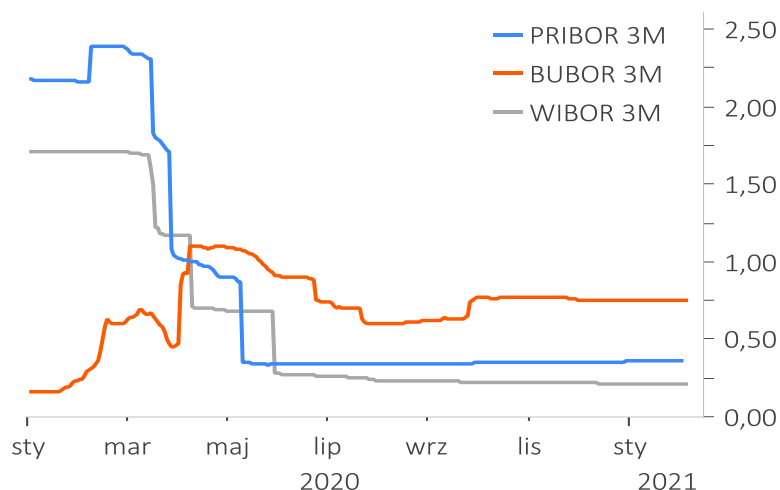
- Spodziewamy się, że w tym tygodniu para €/US\$ utrzyma się dość blisko 1,20. Zachowanie rynku z końcówki ubiegłego tygodnia pokazuje, że inwestorzy nie są chętni do zajmowania dalszych pozycji na jej spadek poniżej 1,20. Technicznie przełamanie tego poziomu powinno zapowiadać powrót do trendu spadkowego i duże stop-loss ciągnące parę jeszcze niżej.
- Jednak z drugiej strony sytuacja epidemiologiczna wygląda lepiej w USA niż w Europie, bardziej pozytywne są też amerykańskie perspektywy gospodarcze z uwagi na planowany duży impuls fiskalny (nawet 14%PKB w tym roku). Nie wskazuje to na większe osłabienie dolara już w najbliższym czasie.
- Kluczowym ryzykiem dla perspektyw dolara w najbliższych tygodniach są rozmowy nad pakietem fiskalnym w amerykańskim Kongresie. Negocjacje mogą wydłużyć się m.in. z uwagi na proces impeachmentu D.Trumpa – naszym zdaniem nie uda się ich zakończyć przed połową marca. Co więcej jeżeli w toku rozmów dojdzie do redukcji gigantycznych propozycji wydatkowych J.Bidena, presja na dolara może pojawić się wcześniej.
- W dłuższym terminie, szczególnie 2poł21, spodziewamy się jednak pewnego wzrostu pary €/US\$, do 1,25-27 pod koniec roku. Uważamy jednak, że nawet w razie odbicia inflacji Fed utrzyma łagodne nastawienie na długo po ożywieniu koniunktury. Sugeruje to odpływ kapitałów z USA na rynki wschodzące wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści po pandemii.

Rynki walutowe – €/PLN poniżej 4,50.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

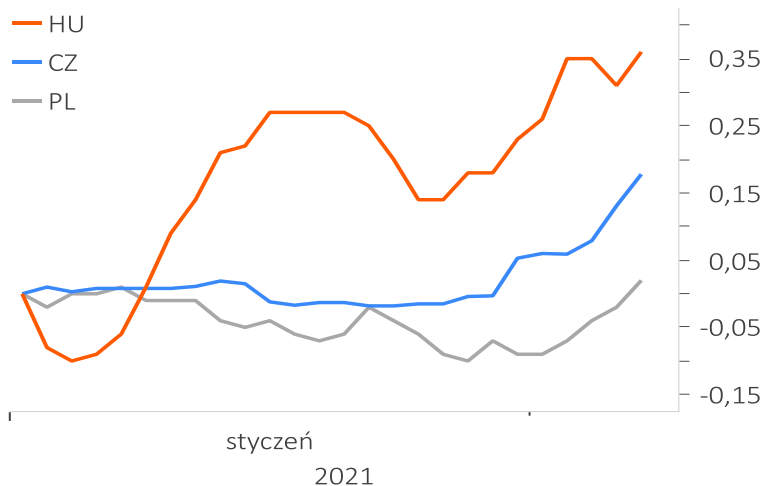


€/PLN:

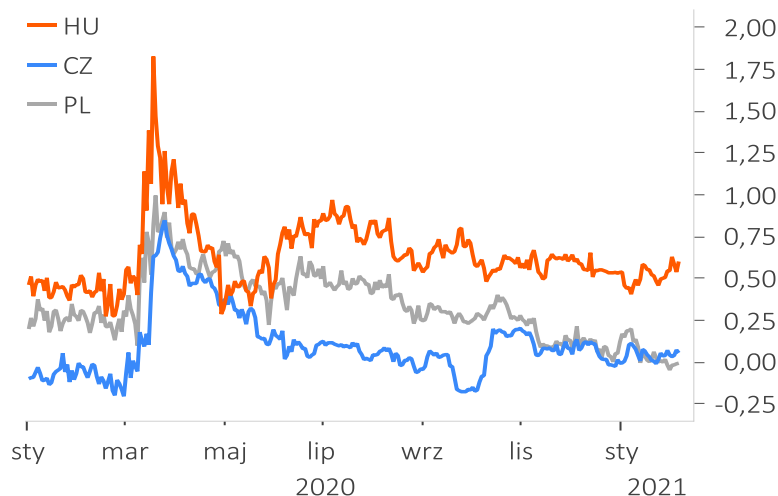
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania pary €/PLN blisko 4,50. Presja na umocnienie złotego opadła, być może wobec wyczerpania się jakiegoś przepływu z zagranicy. Kurs €/PLN zbliżył się również do poziomów, przy których NBP rozpoczął interwencje przeciw złotemu pod koniec 2020 (około 4,45), co powinno zniechęcać do gry na umocnienie krajowej waluty.
- Pozytywne nastroje na rynkach, np. dzięki doniesieniom o mniejszej ilości zakażeń Covid-19 na świecie, czy stabilny kurs €/US\$ nie wskazują jednak na większą korektę/osłabienie złotego. Komentarze rynkowe sugerują też, że część inwestorów zagranicznych próbuje grać scenariusz relatywnie szybkiego zacieśnienia polityk banków centralnych w regionie, co w najbliższym czasie powinno pomagać walutom CEE.
- Według wskazań naszego modelu określającego poziom równowagi pary €/PLN na podstawie innych zmiennych rynkowych (np. IRS), para zbliżyła się do równowagi. Nie wskazuje to na duże przesunięcia pary €/PLN bez większych zmian na rynkach bazowych.
- Cały czas spodziewamy się umocnienia złotego w dłuższym terminie, prawdopodobnie w 2pół21, gdy para €/US\$ powinna wrócić do wzrostu. W naszej ocenie kurs €/PLN może cofnąć się nawet poniżej 4,40 pod koniec roku. Krajową walutę wspierają solidne fundamenty, np. nadwyżka handlowa, która tylko częściowo zmniejszy się w kolejnych miesiącach.

Rynek długu – POLGBs pod wpływem zagranicy.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

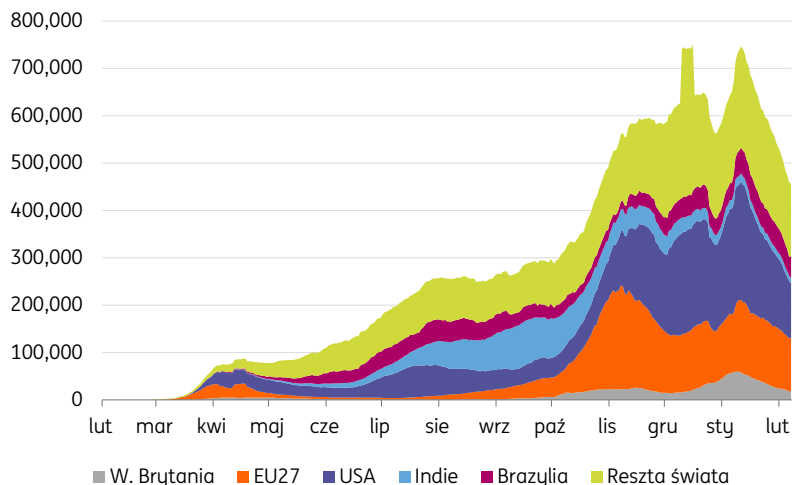


POLGBs:

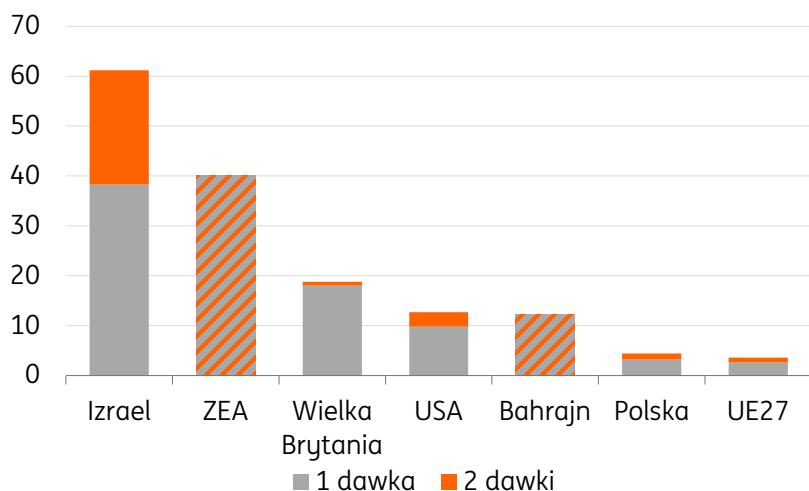
- W ubiegłym tygodniu inwestorzy, prawdopodobnie zagraniczni, zaczęli agresywnie grać scenariusz podwyżek stóp procentowych w regionie, także w Polsce. Widać to było głównie na rynku IRS. POLGBs dość mocno opierały się wzrostom rentowności (prawdopodobnie przez popyt z kraju), prowadząc do dalszej kompresji asset swapów.
- W tym tygodniu na krajowym rynku długu nie wykluczamy dalszych wzrostów rentowności na długim i ewentualnie krótkim końcu krajowej krzywej. To pokłósie wyższych rentowności na rynkach bazowych oraz analiz niektórych zagranicznych banków, widzących szybkie podwyżki stóp w regionie.
- Fundamentalnie zajmowanie pozycji na rynkach długu państw CEE koszykowo, z założeniem, że stopy w stosunkowo niedługim horyzoncie podniosą wszystkie banki centralne w regionie, nie ma sensu. Retoryka RPP w porównaniu z czeskim bankiem centralnym jest diametralnie różna. W poprzednich kwartałach na ogół taka sytuacja utrzymywała się do trzech tygodni, po czym rynek wracał do bardziej racjonalnych poziomów. To tym bardziej prawdopodobne obecnie, że do końca miesiąca odbędzie się tylko jedna aukcja sprzedaży, co zachęca do zakupów na rynku wtórnym.
- 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 klatach.

Pandemia nadal w odwrocie. Powolne szczepienia w UE.

Nowe dzienne przypadki Covid-19, średnia 7-dniowa



Szczepienia przeciw Covid-19 jako odsetek populacji, %



- Od połowy stycznia 2021, pandemia na świecie systematycznie się cofa. W porównaniu ze szczytem w połowie stycznia (około 750tys. nowych zakażeń dziennie), na początku lutego globalna liczba nowych zakażeń koronawirusem była o prawie 300tys. niższa. Wynikało to głównie z wyraźnego spadku nowych zachorowań w USA i Wielkiej Brytanii.
- W ostatnich tygodniach najbardziej dramatyczna sytuacja panowała na Półwyspie Iberyjskim. W styczniu średnio rejestrowano dziennie prawie 100 przypadków na 100tys. ludzi w Portugalii i powyżej 60 w Hiszpanii. Relatywnie dużo – prawie 70 i więcej – zakażeń w styczniu zanotowano w Czechach, Izraelu, Słowenii i Irlandii. Liczba nowych przypadków w Polsce (średnio 18 w styczniu) była stosunkowo niska, zbliżona do notowanej w Austrii, Niemczech i Belgii. W ostatnich dwóch tygodniach w Polsce ustabilizowała się ona na poz. 14 przypadków/100tys. ludzi.
- Tempo szczepień jest bardzo zróżnicowane. Światowym liderem i jednocześnie wyjątkiem jest Izrael, gdzie – według stanu na 7 lutego – 38% populacji otrzymało jedną dawkę, a 23% – dwie dawki szczepionki. Kampania szczepień przebiega dosyć sprawnie w Wielkiej Brytanii (19%) i USA (prawie 13%) i jest powolna w UE (3,8%), w tym w Polsce (4,3%).
- Do tej pory, Europejska Agencja Leków zatwierdziła trzy szczepionki firm: Pfizer/BioNTech, Moderna i w ostatnim tygodniu stycznia – AstraZeneca.
- Przy umiarkowanym scenariuszu 500tys. szczepień tygodniowo w Polsce (2-krotnie szybciej niż dotychczas), ½ populacji posiadałoby skuteczną ochronę dopiero w połowie 2022 r. Kluczowe jest zwiększenie dostaw szczepionek.

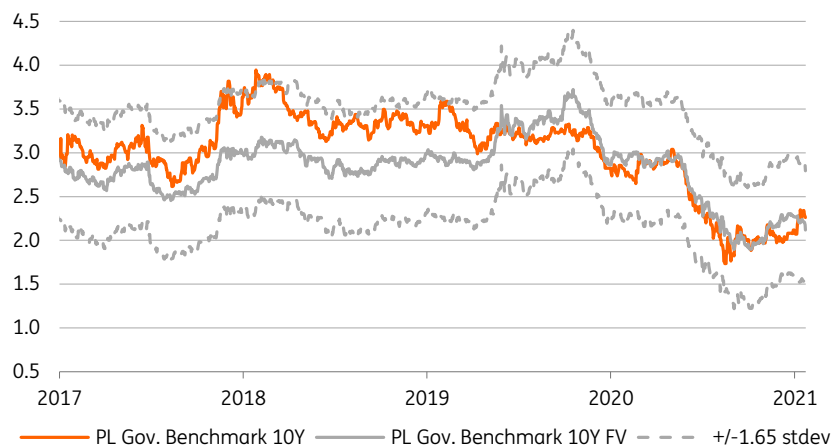
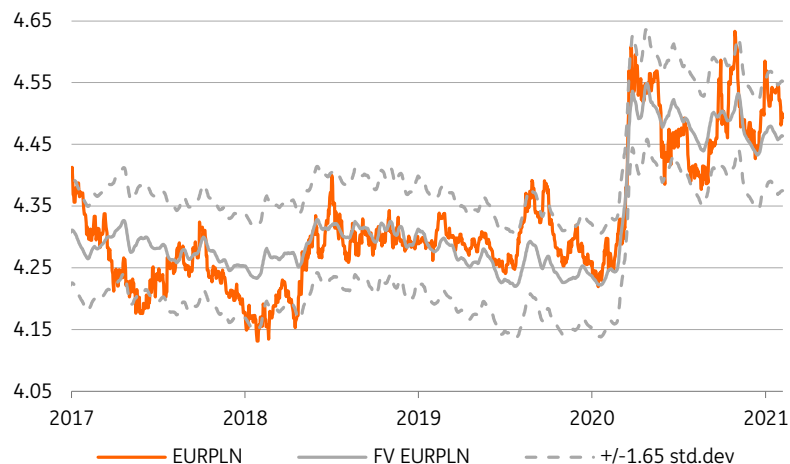
Prognozy walutowe

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 ciągle niedowartościowany wobec euro, ale odsunął się od poziomów oznaczających silne niedowartościowanie - według naszych szacunków 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.