

Tygodnik ING

Polska gospodarka coraz odporniejsza na kolejne fale Covid-19.
Silny popyt na krajowym rynku długu.

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

2 lutego 2021



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



W skrócie

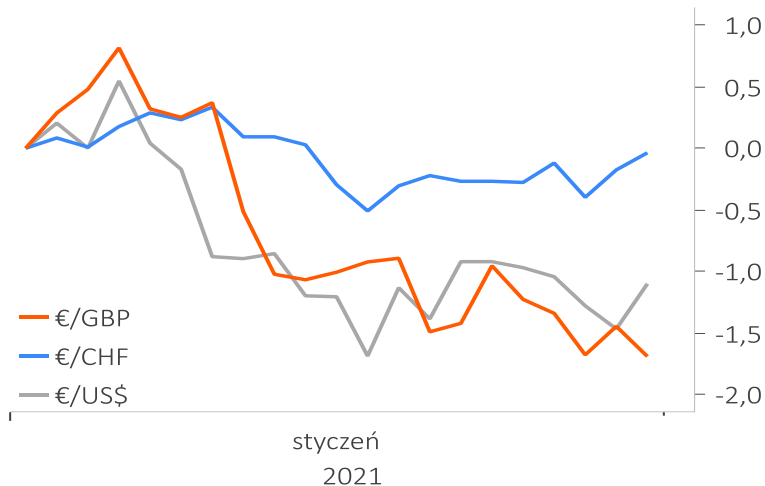
- W ubiegłym tygodniu rynki znalazły się w zawieszeniu. Inwestorzy nie są zdecydowani czy skupić się na perspektywach odbicia gospodarki wraz z wychodzeniem z pandemii, perspektywach dużego impulsu fiskalnego w USA, czy np. wolnym tempie szczepień w szeregu gospodarek i ryzyku kolejnej fali Covid-19. W efekcie w pierwszej połowie ubiegłego tygodnia rentowności Treasuries, czy Bunda spadły, aby w drugiej ruch się cofnął. Sytuacja na parze €/US\$ wyglądała analogicznie, ale kurs nie był w stanie w pełni odrobić wcześniejszego spadku i zakończył tydzień na 1,2130 wobec 1,2180 na otwarciu w poniedziałek.
- Popyt na krajowy dług pozostał w ubiegłym tygodniu mocny. Na obu tegorocznych aukcjach popyt dwukrotnie przewyższył podaż i inwestorzy cały czas szukają papierów na rynku wtórnym. Widać to szczególnie na długim końcu, gdzie np. rentowności 10latki spadła o 5pb i znajduje się już blisko historycznych minimów z końcówki ubiegłego roku. Poprawa nastrojów na rynkach widoczna w drugiej połowie ubiegłego tygodnia wpłynęła na poprawę popytu na waluty CEE. Widać to było szczególnie w przypadku węgierskiego forinta, ale też złoty zakończył tydzień solidnym umocnieniem – kurs €/PLN spadł do 4,52 z lokalnego szczytu na 4,56.
- W tym tygodniu uwagę inwestorów skupią najprawdopodobniej dane z amerykańskiego rynku pracy, PMI z Europy i rozmowy nad kolejnym pakietem fiskalnym w amerykańskim Kongresie. Liczymy na pewne zaskoczenie na plus amerykańskimi danymi, ale wolne tempo szczepień w szeregu gospodarek rozwiniętych, czy ryzyko przedłużenia się negocjacji nad pakietem fiskalnym w USA powinno tonować optymizm na rynkach. W efekcie w najbliższych dniach spodziewamy się stabilizacji na bazowych rynkach długu i ew. niewielkiego rozszerzenia się spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej. Oczekiwane przez nas nieco lepsze od konsensusu payrolls i generalnie niepewne nastroje na rynkach powinny sprzyjać ponownemu spadkowi pary €/US\$ w tym tygodniu. Przestrzeń tego ruchu będzie jednak raczej niewielka i może wyczerpać się już w okolicach 1,2050.

Kalendarz makroekonomiczny

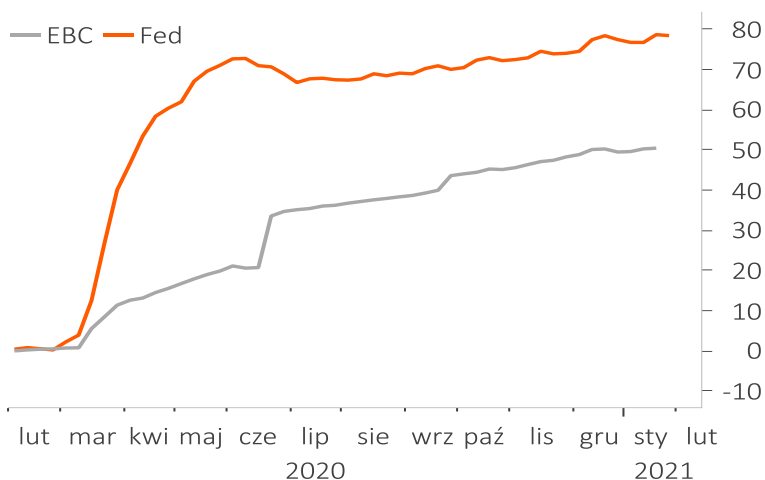
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
3 II	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	I	100tys.	49tys.	-123tys.
		16:00	ISM dla sektora usług	I	56,5pkt.	57,0pkt.	57,2pkt.
	Polska	-	Posiedzenie RPP		b.z.	b.z.	b.z.
4 II	UK	13:00	Posiedzenie Banku Anglii		b.z.	b.z.	b.z.
5 II	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	XII	-3,0%	-1,0%	2,3%
	USA	14:00	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	I	100tys.	85tys.	-140tys.
				Stopa bezrobocia	I	6,7%	6,7%

Rynki walutowe – niewielki spadek €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Aktywa Fed i EBC – zmiana w % od 2019

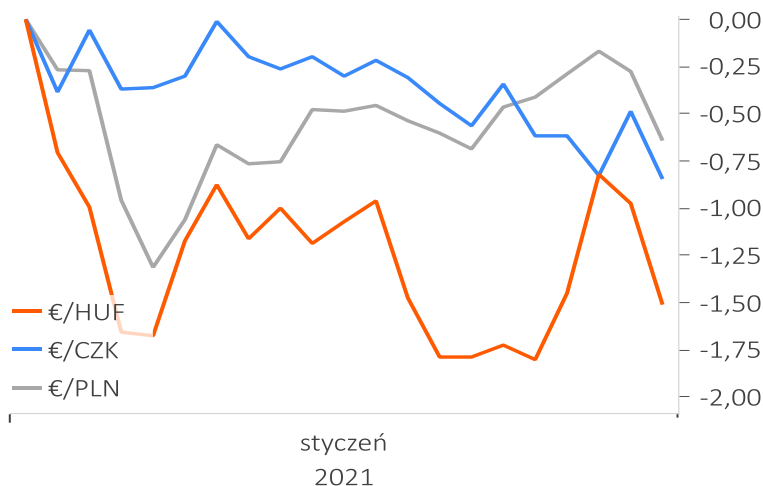


€/US\$:

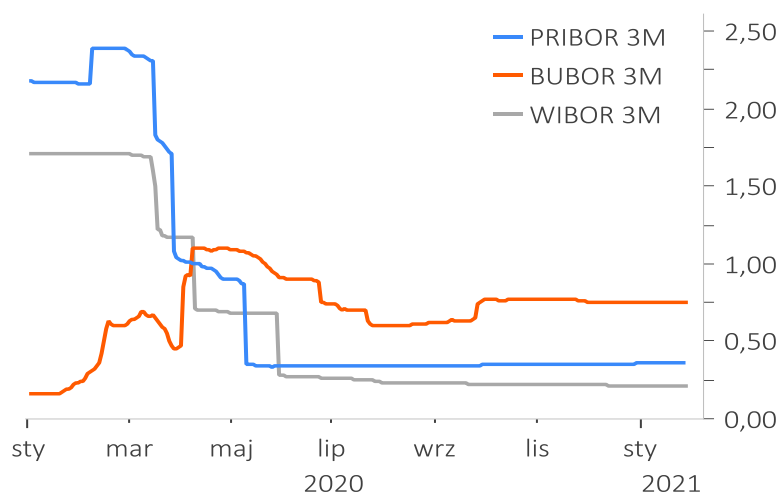
- Krótkoterminowo widzimy większe ryzyko spadku pary €/US\$. Liczymy na zaskoczenia na plus danymi z USA (np. payrolls). Dolarowi pomogłoby też np. pogorszenie nastrojów na rynkach, związane np. z ryzykiem trzeciej fali pandemii w Europie.
- Przestrzeń tego ruchu będzie jednak raczej niewielka i może wyczerpać się już w okolicach 1,2050, maksymalnie między 1,1980 i 1,20. Inwestorzy długoterminowi najprawdopodobniej nadal liczą na osłabienie dolara w długim okresie i nie będą skłonni brać stop loss. Niepewne są również perspektywy koniunktury w USA i toczących się negocjacji w Kongresie.
- My również cały czas spodziewamy się wzrostu €/US\$ w długim okresie, w pobliże 1,30 pod koniec roku. Przeciw dolarowi przemawia polityka Fed – stopy w USA pozostaną prawdopodobnie niskie na długo po odbiciu koniunktury. Nakłada się na to najprawdopodobniej mniej protekcyjna polityka J.Bidena. Z drugiej jednak strony, duży impuls fiskalny powinien znacząco poprawić koniunkturę w USA, więc w 2pół21 oczekiwania na normalizację polityki Fed znów mogą wzrosnąć.
- 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 nadal w trendzie bocznym.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

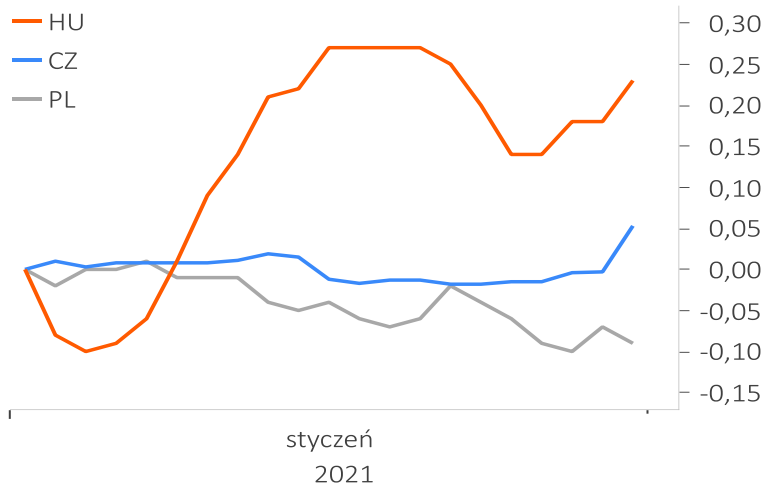


€/PLN:

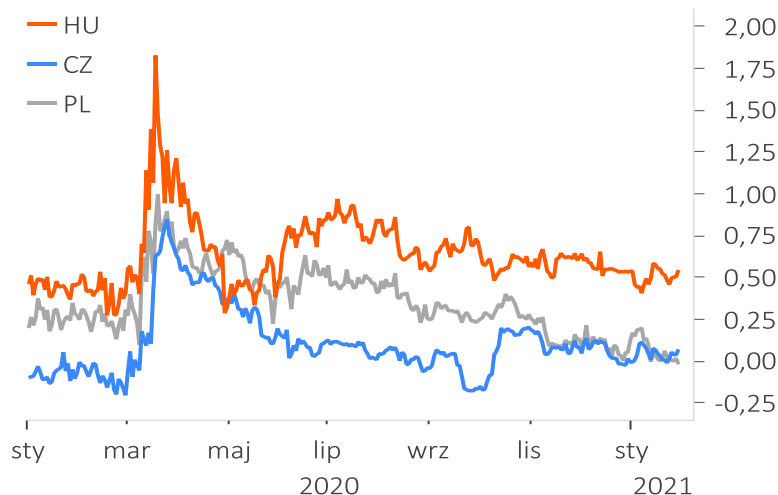
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji kursu €/PLN ponad poziomem 4,50. Kurs €/PLN odsunął się od poziomów oznaczających duże niedowartościowanie złotego. W razie dalszego zejścia pary wśród inwestorów znów mogą wzrosnąć obawy przed interwencjami NBP. Popyt na złotego powinien gasnąć w okolicach 4,50 z uwagi na wspomniane interwencje.
- Według naszego modelu określającego teoretyczną wartość pary €/PLN na tle innych zmiennych rynkowych złoty jest ciągle niedowartościowany, ale odsunął się od poziomów oznaczających istotne niedowartościowanie (tj. 4,55 i powyżej).
- W dłuższym terminie, szczególnie 2pół21, nadal liczymy jednak na dalszy spadek pary, nawet poniżej 4,40. To poziomy odpowiadające długoterminowej równowadze złotego (np. biorąc pod uwagę strukturalną poprawę bilansu płatniczego Polski). Oczekiwane osłabienie dolara powinno sprzyjać napływowi kapitałów do regionu CEE. Nakładają się na to solidne fundamenty krajowe, w tym szczególnie wysoka nadwyżka w bilansie obrotów bieżących.
- Ryzykiem dla złotego może być uruchomienie operacji konwersji walutowych kredytów hipotecznych na złote, gdyby wzrosły szanse na systemowe rozwiązanie tej kwestii. Na razie oceniamy że szanse na takie rozwiązanie są niskie, ale banki mogą z wyprzedzeniem zamykać (poprzez sprzedaż złotego) takie pozycje, zakładając rozwiązanie systemowe lub przegrane w sądach.

Rynek długu – dalsze spłaszczenie krzywej SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

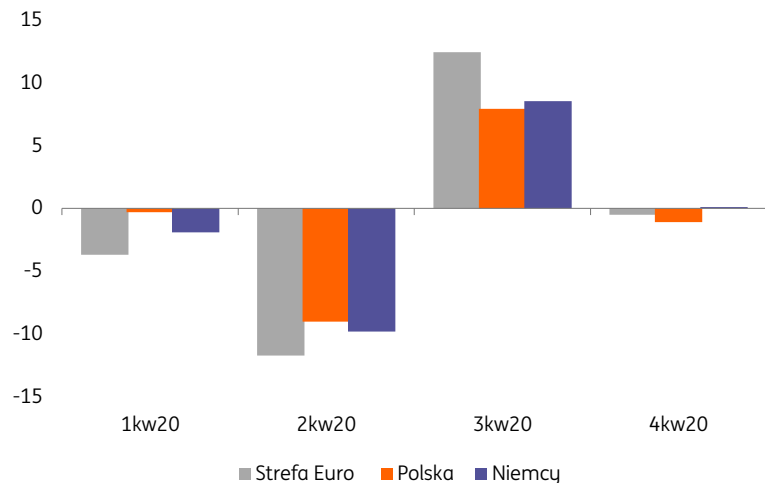


POLGBs:

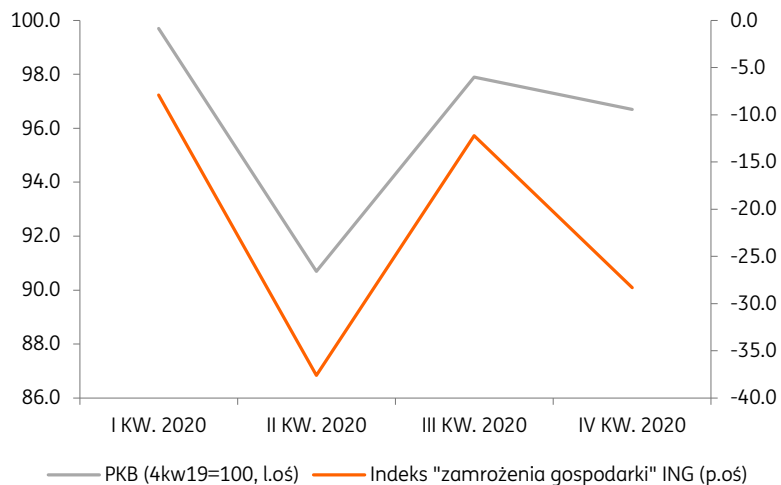
- W tym tygodniu POLGBs powinny zachowywać się co najmniej równie dobrze, jak rynki bazowe. Rentownościom wciąż może ciążyć niezaspokojony popyt z ostatnich aukcji. W efekcie spodziewamy się dalszego (do 5pb) zawężenia spreadów POLGBs wobec krzywej niemieckiej na długim końcu. Na krótkim końcu krzywej prawdopodobnie bez zmian. Ostatnie komentarze z RPP (w tym prezesa A.Głapińskiego) zakotwiczyły oczekiwania na stabilne stopy procentowe do końca kadencji RPP.
- W naszej ocenie rentowności długich obligacji mogą utrzymać się na relatywnie niskim poziomie nawet przez całą 1pół21, mimo pewnego osłabienia na rynkach bazowych. Szacujemy, że w ujęciu netto podaż hurtowych SPW w tym roku na rynek krajowy wyniesie tylko około PLN40mld. To efekt finansowania części potrzeb pożyczkowych z unijnego programu SURE (około PLN45mld), czy solidnego popytu na obligacje detaliczne. Jest to więc skala emisji, jaką są w stanie sfinansować inwestorzy krajowi.
- W dłuższym terminie, szczególnie od przełomu 2-3kw20, spodziewamy się ponownego stromienia krzywej POLGBs wraz z oczekiwanym osłabieniem np. Bunda. Dotychczasowe operacje NBP wskazują, że bank centralny nie będzie starać się sztucznie zawężać spreadów między papierami krajowymi, a krzywą niemiecką.
- Na krótkim końcu spodziewamy się stabilizacji także w długim terminie. Komentarze z NBP (w tym prezesa A.Głapińskiego) wskazują, że bazowym scenariuszem jest utrzymanie stóp na obecnym poziomie do końca kadencji Rady.

PKB: wzrost odporności gospodarki na kolejne fale Covid.

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



Kwartalne zmiany PKB na tle indeksu zamrożenia ING



- Pandemia koronawirusa i powiązane restrykcje sanitarne doprowadziły do pierwszego od 1991 spadku PKB w Polsce – zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS o 2,8%/r w 2020. Był on jednak płytszy niż w początkowym okresie transformacji (wtedy PKB spadł o 7%/r) i o ok. połowę mniejszy niż wskazywały szacunki formułowane wiosną ubiegłego roku.
- Struktura wskazuje na 3,0%/r spadek konsumpcji w 2020, co oznacza, iż w 4kw20 konsumpcja obniżyła się również ok. 3%/r (1/3 tego co w szokowym 2kw20). W 2020 inwestycje o 8,4%/r, co oznacza że w 4kw20 ich spadek pogłębił się do -10,7%/r wobec -9%/r w 3kw20 i -10,7%/r w 2kw20.
- Czynnikiem silnie wspierającym odbicie PKB był eksport netto. Koreluje to z silnym odbiciem produkcji w 4kw20 napędzanym poprawą koniunktury w globalnym przemyśle i zmianą struktury popytu w kierunku dóbr trwałego użytku. W gru-2020 na plus wyszło budownictwo, nie pomogło to jednak dynamice inwestycji ogółem. Gorzej było w usługach bardziej dotkniętych obostrzeniami administracyjnymi.
- Podobnie jak w innych krajach, 4kw20 pokazał mniejszy wpływ pandemii na tempo PKB. Wprawdzie ilość zachorowań na Covid-19 w tym okresie była wielokrotnie większa niż wiosną, ale nasz indeks zamrożenia gospodarki wskazuje, że restrykcje związane z drugą falą pandemii w Polsce były o ¼-1/2 mniej uciążliwe. Dodatkowo gospodarki, wsparte ogromnymi pakietami fiskalnymi, dostosowały się do ograniczeń administracyjnych. Szacujemy że w 4kw20 spadek PKB w ujęciu kw/kw wyniósł tylko ok. 1/10 tego co w 2kw20 (-1,2%kw/kw w 4kw20 wobec -9%kw/kw w 2kw20). Ograniczeniu spadku w 4kw20 względem 2kw20 sprzyjała też sytuacja w gospodarce światowej, w tym u naszych największych partnerów handlowych.

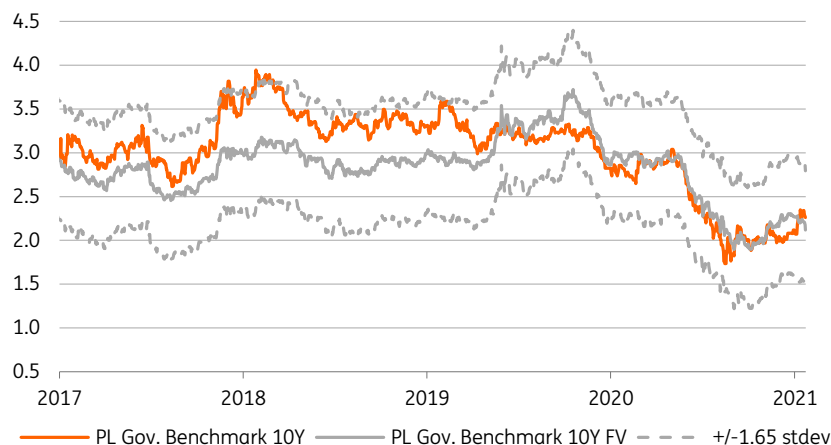
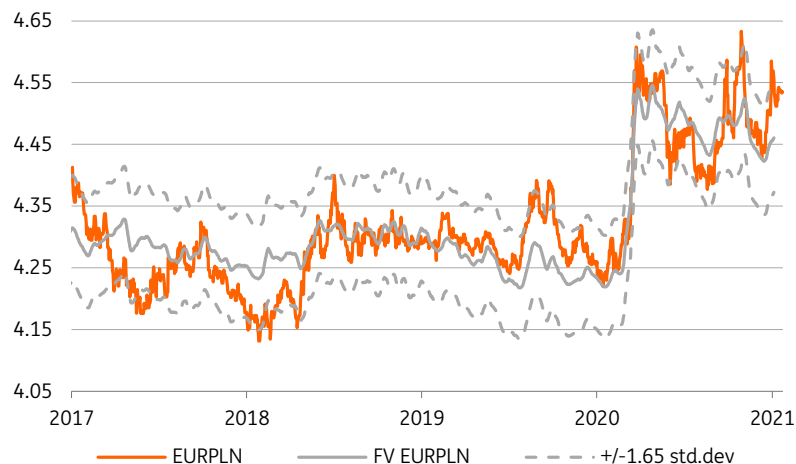
Prognozy walutowe

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 wskaźników 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.