

Tygodnik ING

Rynki skupione na polityce fiskalnej USA.
W Polsce przejściowe obniżenie inflacji w grudniu.

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

18 stycznia 2021



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



W skrócie

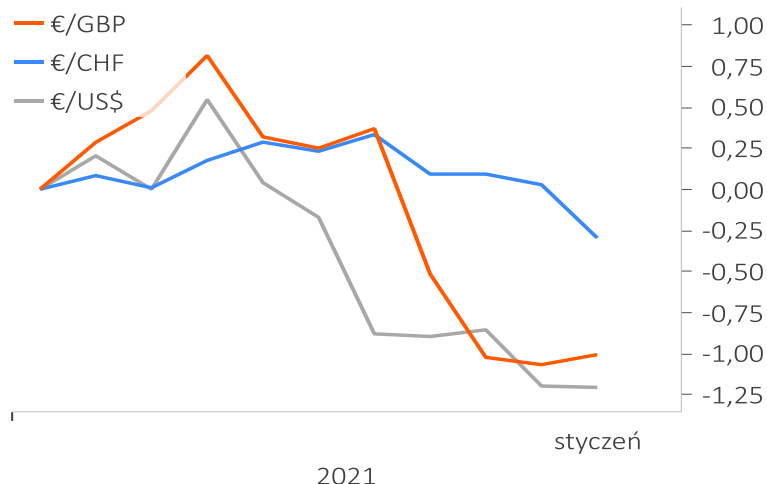
- Najważniejszym rynkowo wydarzeniem ubiegłego tygodnia była propozycja nowego pakietu fiskalnego w USA przedstawiona przez prezydenta-elekta J.Bidena. Olbrzymia skala programu (łącznie z ostatnio uchwalonym pakietem to około 14%PKB) oznacza duże emisje Treasuries i prawdopodobnie szybsze wycofanie się Fed ze wsparcia gospodarki. Efektem był wzrost spreadu amerykańskich obligacji ponad krzywą niemiecką oraz spadek pary €/US\$ poniżej 1,21.
- Mocniejszy dolar oraz sugerowana przez RPP możliwość kolejnych interwencji przeciw złotemu przełożyły się na wzrost pary €/PLN z 4,51 do 4,54. Rentowności POLGBs z długiego końca pogłębiły spadek (2pb w segmencie 10lat). To prawdopodobnie ciągle efekt udanego pierwszego w tym roku przetargu sprzedaży i dobrej sytuacji płynnościowej budżetu.
- W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji rentowności na bazowych rybkach długu oraz pary €/US\$ w blisko 1,20. Inauguracja nowego prezydenta USA to wydarzenie głównie medialne, prawdopodobnie bez wpływu na rynki, tym bardziej, że przedstawił on już swoją propozycję nowego pakietu fiskalnego. Odbędzie się również m.in. posiedzenie EBC, ale naszym zdaniem bank utrzyma dotychczasową retorykę.
- W naszej ocenie złoty powinien powrócić do umocnienia, gdy presja na spadek pary €/US\$ osłabnie. Według naszych szacunków już obecnie złoty jest istotnie niedowartościowany wobec euro, co powinno zachęcać inwestorów zagranicznych do napływu do kraju (tak jak widzieliśmy na początku roku). Komentarze z NBP o możliwości ponownych interwencji przeciw złotemu mogą zniechęcać inwestorów do zajmowania pozycji na spadek €/PLN.

Kalendarz makroekonomiczny

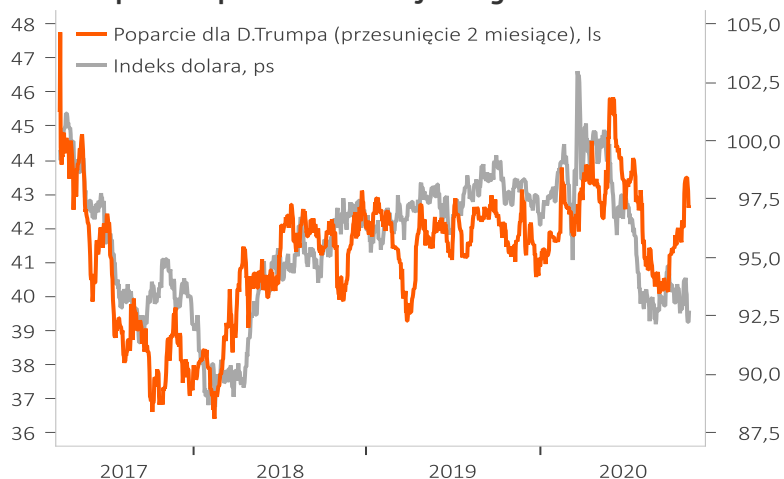
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 I	Japonia	-	Decyzja Banku Japonii		b.z.	b.z.	b.z.
	Polska	10:00	Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	XII	-1,4%	-1,2%	-1,2%
			Place w sekt. przedsiębiorstw r/r	XII	4,3%	4,6%	4,9%
	Strefa euro	13:45	Decyzja EBC		b.z.	b.z.	b.z.
22 I	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	I	52,5pkt.	54,6pkt.	55,2pkt.
			PMI - usługi	I	-	45,0pkt.	46,4pkt.
	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	XII	-1,2%	-2,3%	-5,3%
			Prod. budowlano-montażowa r/r	XII	-3,6%	-2,2%	-2,9%

Rynki walutowe – spadek €/US\$ blisko końca.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Dolar i poparcie dla D.Trumpa – nowa administracja USA prawdopodobnie mniej korzystna dla US\$

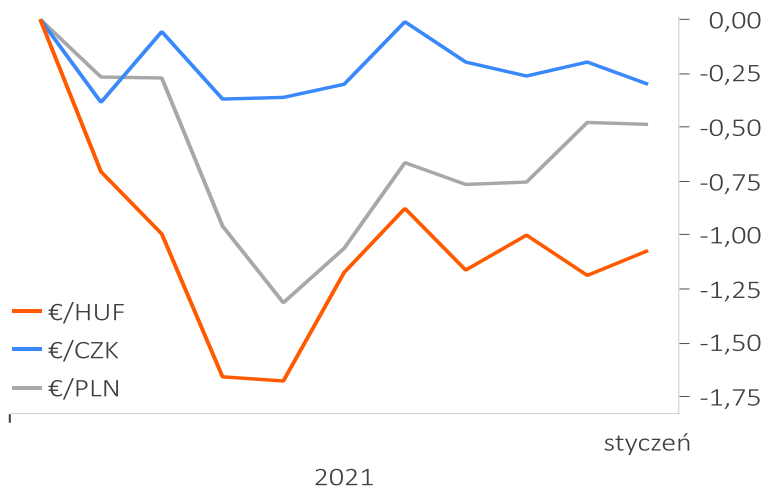


€/US\$:

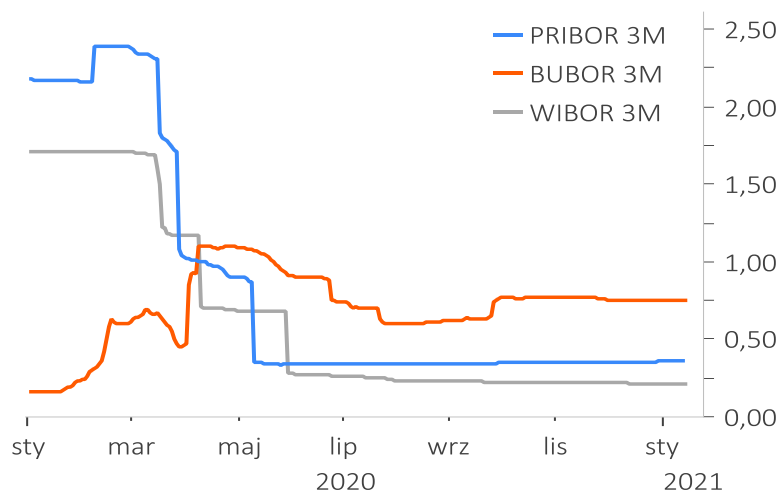
- W naszej ocenie pole do spadku pary €/US\$ praktycznie się wyczerpało. Rynek wycenił już nowy pakiet fiskalny w USA. Możliwe jest tu nawet pewne rozczarowanie, nowa administracja USA będzie miała problem z pozyskaniem poparcia Republikanów w Senacie dla programu, dopiero proces korekty budżetowej może pozwolić uchwalić tę poprawkę. Co więcej ostatnie komentarze z Rezerwy Federalnej sugerują, że Fed nie jest na razie gotowy do wycofania wsparcia dla gospodarki. Dlatego strefa wsparcia pomiędzy 1,1980 i 1,2000 powinna się wybronić.
- W kolejnych tygodniach spodziewamy się, że para €/US\$ wróci do wzrostu. Oczekiwana zmiana polityki handlowej USA za nowej administracji powinna też premiować waluty rynków wschodzących kosztem dolara, szczególnie, gdy światowa gospodarka będzie wychodzić z pandemii.
- Polityka handlowa D.Trumpa silnie odbiła się na koniunkturze wśród azjatyckich i europejskich eksporterów. USA jako importer odczuły pogorszenie światowego handlu w relatywnie małym stopniu. Co więcej związana z tym niepewność na rynkach dodatkowo wspierała popyt na amerykańską walutę. D.Trump wprowadził też ulgi podatkowe dla firm, co skłaniało je do repatriacji zysków do USA. J.Biden opowiada się za wzrostem podatków (raczej w 2022), co ogranicza powrót kapitałów do USA.
- Dlatego w naszej ocenie za nowej administracji USA trend wzrostowy na €/US\$ okaże się długoterminowy, prowadząc do wzrostu pary nawet do 1,30 pod koniec tego roku.

Rynki walutowe – €/PLN pozostanie blisko 4,50.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

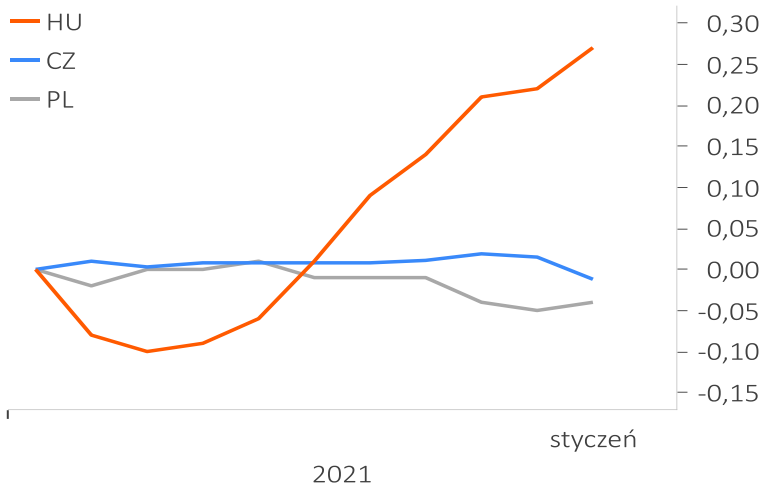


€/PLN:

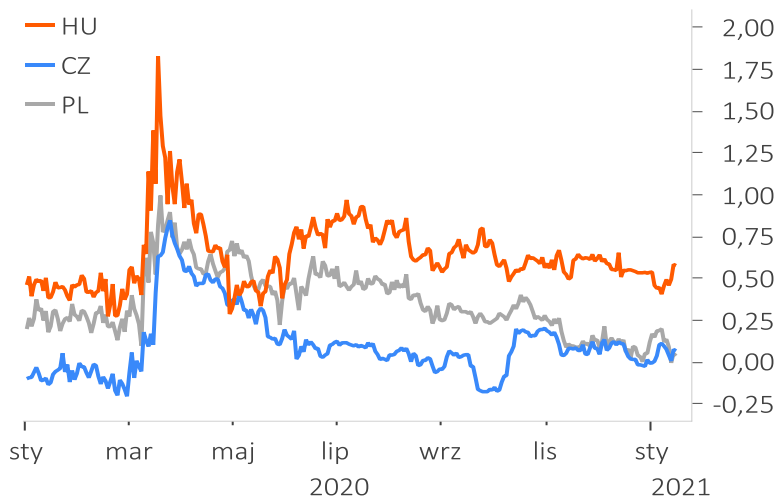
- W naszej ocenie w najbliższych tygodniach kurs €/PLN obniży się, ale pozostanie relatywnie blisko 4,50. Kurs €/PLN jest też obecnie dość daleko poziomów, przy których NBP zaczął interweniować w kierunku osłabienia złotego w grudniu (okolice 4,45). Dlatego przy obecnych poziomach inwestorzy prawdopodobnie nie będą zakładać kolejnych operacji NBP. Bliżej 4,45 popyt na złotego powinien jednak szybko słabnąć.
- Według wskazań naszego modelu określającego teoretyczną wartość pary €/PLN na tle innych zmiennych rynkowych (jak swapy) złoty jest obecnie bliski niedowartościowania wobec euro. Według naszych szacunków poziom równowagi €/PLN to około 4,45 (por. wykres na 7 stronie), a istotne niedowartościowanie zaczyna się od 4,55. W naszej ocenie będzie to zniechęcać inwestorów przed zajmowaniem pozycji przeciwko złotemu.
- W naszej ocenie trend spadkowy pary €/PLN będzie długotrwały. Wynika to zarówno z fundamentalnych uwarunkowań w kraju (szczególnie wysoka nadwyżka w bilansie obrotów bieżących), jak i oczekiwanego wzrostu pary €/US\$. Słabszy dolar na ogół prowadzi do napływu kapitałów do naszego regionu, wspierając lokalne waluty. Dlatego na koniec roku spodziewamy się spadku pary €/PLN nawet poniżej poziomu 4,40.
- Ryzykiem dla złotego może być uruchomienie operacji konwersji franków na złote, gdyby wzrosły szanse na systemowe rozwiązanie kwestii tych kredytów.

Rynek długu – solidny popyt na POLGBs z zagranicy.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

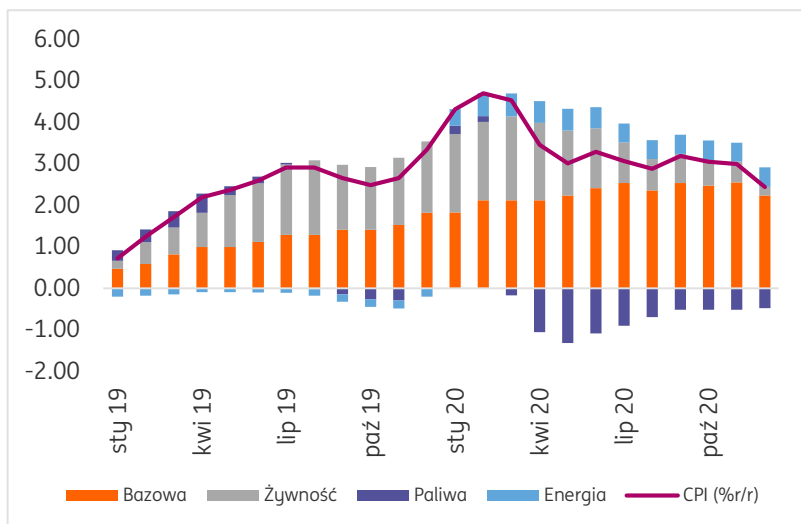


POLGBs:

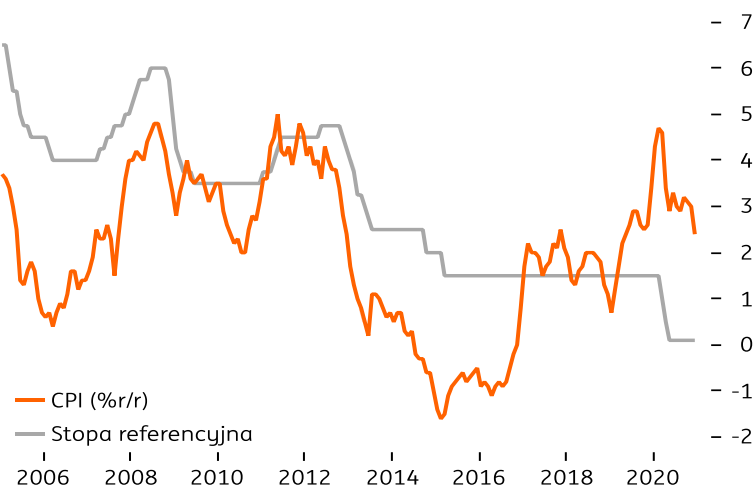
- Pierwsza w tym roku aukcja sprzedaży pokazała silny popyt (bid to cover około 2). Ponieważ złożyło się to z umocnieniem złotego, można przypuszczać, że wynikało to ze wzrostu zainteresowania krajowym długiem przez inwestorów zagranicznych. W efekcie w ubiegłym tygodniu doszło do zawężenia złotych asset swapów.
- Instytucje międzynarodowe dość powszechnie spodziewają się wyraźnego osłabienia dolara w tym roku. Może to skłaniać je do zakupów m.in. POLGBs z założeniem, że jeżeli nawet nie zarobią na samych obligacjach, mogą zyskać na umocnieniu złotego do dolara. Kursy €/PLN i US\$/PLN utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie. Może to skłaniać inwestorów zagranicznych do dalszych zakupów długu w tym roku. Dodatkowo obawy o trzecią falę pandemii w Europie, mogą przełożyć się na spadki rentowności w tym kwartale.
- Tym niemniej, w dalszej części roku spodziewamy się wystromienia krajowej krzywej. NBP dość jasno zakomunikował, że nie należy spodziewać się podwyżek stóp. Ewentualne obniżki będą mieć niewielką skalę (10pb) – komentarze części członków RPP wskazują, że ujemne stopy NBP mogą być nielegalne.
- Z drugiej strony spodziewane wzrosty rentowności na rynkach bazowych od przełomu 2-3kw20, co powinno przełożyć się na osłabienie długich POLGBs. W 2020 operacje skupu długu przez NBP nie były nakierowane na zawężenie spreadu krajowego długu wobec krzywej niemieckiej. Można zakładać, że bank centralny zastosuje taką strategię także w tym roku.

Polska: Przejściowe obniżenie inflacji w grudniu do 2,4%/r.

Struktura CPI w Polsce



Stopa referencyjna NBP i inflacja



- Inflacja CPI w grudniu spadła do 2,4%/r z 3,0%/r w listopadzie. To efekt niższych temp wzrostu cen żywności (0,8%/r wobec 2,0%/r w listopadzie) i inflacji bazowej (3,7%/r wobec 4,3%/r w listopadzie). Odnotowano niższy wzrost cen usług (6,4%/r wobec 7,8%/r w listopadzie), gł. w związku z silnym spadkiem cen usług transportowych (w gru-19 skoczyły ceny biletów lotniczych, obecnie już nie) i niższym wzrostem cen w kategorii łączność. Nieco silniej niż w listopadzie spadły też ceny odzieży. To efekt zaburzeń popytu w związku z wprowadzeniem kolejnych obostrzeń jak i przyspieszenia wyprzedaży po zapowiedzianym w połowie grudnia wprowadzeniu ograniczeń w handlu po świętach.
- W 2020 ceny wrosły średnio o 3,4% wobec 2,3% w 2019. Szacujemy, że w 2021 inflacja CPI wyniesie średnio 3,1%/r. Czynniki proinflacyjne w tym roku to: opłata mocowa, opłata OZE, podatek cukrowy, podatek handlowy i wzrost opłat za wywóz śmieci, które łącznie dadzą ok. 1,0pp CPI. Presja na wzrost cen będzie też pochodzić z oczekiwanego odbicia konsumpcji, co przy rekordowo niskim udziale inwestycji prywatnych w PKB, nie będzie łagodzone ew. wzrostem produktywności. Niskie bezrobocie, hojne programy fiskalne zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w połączeniu z dwucyfrowym wzrostem podaży pieniądza to skuteczne paliwo dla pobudzenia inflacji.
- Inflacja przejściowo spadnie w 1kw21. Ważniejszym argumentem w kontekście cięć RPP jest rozwój pandemii i wpływ tejże na PKB. Mała liczba szczepień i ryzyko 3-ciej fali skutkuje naszym zdaniem 40% prawdopodobieństwem obniżki stóp w 1kw21. Mówimy raczej o cięciu stopy referencyjnej o 10pb. NBP będzie kontynuować skup aktywów, możliwe są też interwencje walutowe, rzeczywiste i werbalne, w celu opóźnienia tendencji aprecjacyjnej PLN.

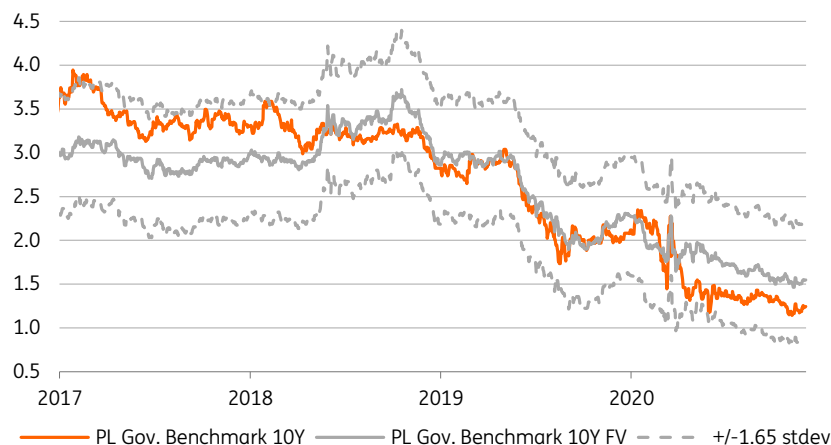
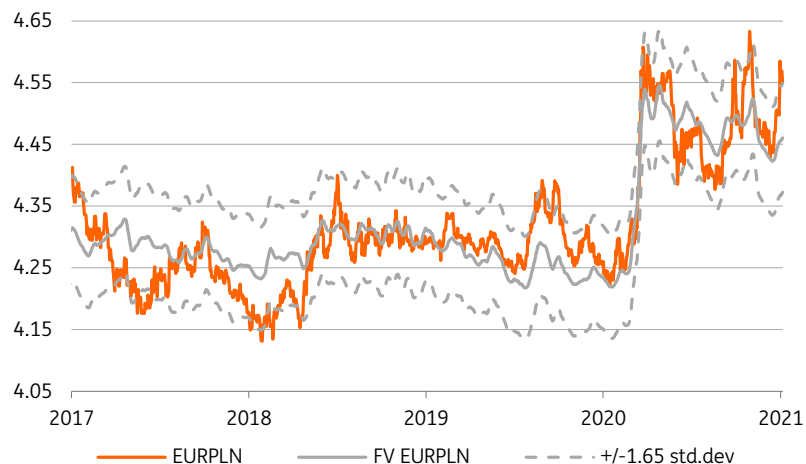
Prognozy walutowe

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.