

Tygodnik ING

Globalna liczba zakażeń Covid-19 przestała spadać. Mieszane dane z kraju za styczeń.

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

23 lutego 2021



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



W skrócie

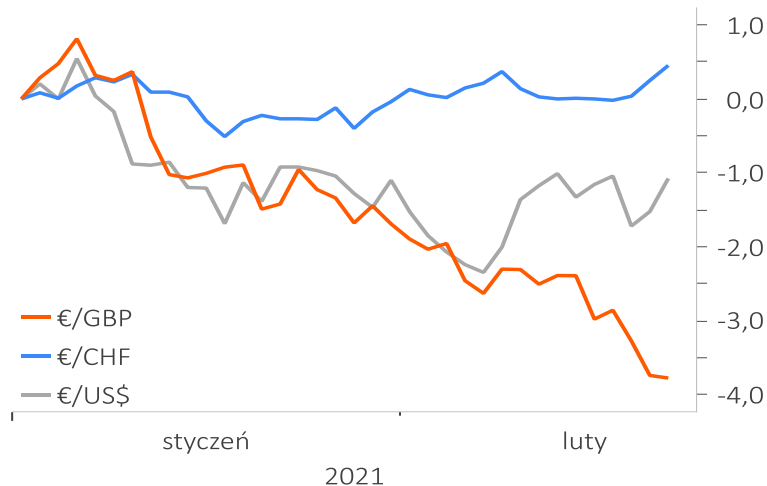
- Ubiegły tydzień przyniósł dalsze wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu, szczególnie w USA. Amerykańska 10latka osłabiła się o blisko 20pb, ruch Bunda był o około połowę mniejszy. To ciągle efekt oczekiwań inwestorów na wzrost inflacji wywołany dużymi pakietami fiskalnymi, szczególnie w USA. Kurs €/US\$ rozpoczął tydzień spadkiem, ale mimo udanych danych z USA czy oczekiwań na szybsze podwyżki stóp Fed niż EBC, nie był w stanie przetestować 1,20.
- Zachowanie złotego w dużym stopniu zdeterminowały zmiany kursu dolara. Na początku ubiegłego tygodnia para €/PLN wzrosła ponad 4,50 wraz ze spadkiem €/US\$. W kolejnych dniach złoty odrobił jednak straty i zbliżył się do 4,48. Mimo sporej przeceny na bazowych rynkach długu, wzrost rentowności POLGBs był w ubiegłym tygodniu niewielki (około 2pb na długim końcu). To zasługa niskiej podaży obligacji skarbowych na początku roku. Już jednak w przypadku 10letnich swapów wzrost był dwukrotnie większy, odzwierciedlając długoterminowe oczekiwania na wzrost stóp, na rynkach bazowych.
- W tym tygodniu uwagę rynków najprawdopodobniej skupi wystąpienie szefa Fed J.Powella przed amerykańskim Kongresem. Mimo dobrej koniunktury w USA na początku roku czy postępu w szczepieniach, istotna część analityków spodziewa się łagodnego przekazu. My oczekujemy bardziej optymistycznego, choć ostrożnego tonu. Powinno to wpisać się w wyceniany przez rynek scenariusz szybszych podwyżek stóp niż sygnalizuje to Fed. Będzie to w naszej ocenie wspierać dalsze wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu, szczególnie w USA, choć w skali około połowę mniejszej niż w ubiegłym tygodniu.
- Liczba nowych przypadków Covid-19 na świecie – liczonych jako 7-dniowa średnia ruchoma – przestała spadać i ustabilizowała się na poziomie około 360tys. To jednak ponad 40% mniej niż jeszcze miesiąc temu i 6% mniej niż tydzień temu. W przeliczeniu na 100tys. mieszkańców, wybrane kraje osiągnęły następującą liczbę nowych przypadków: Czechy – 87, Estonia 56, Francja 29, Brazylia 23, USA i Włochy 21, Austria i Polska – 19, Wielka Brytania 17, Portugalia 16, Niemcy 9.

Kalendarz makroekonomiczny

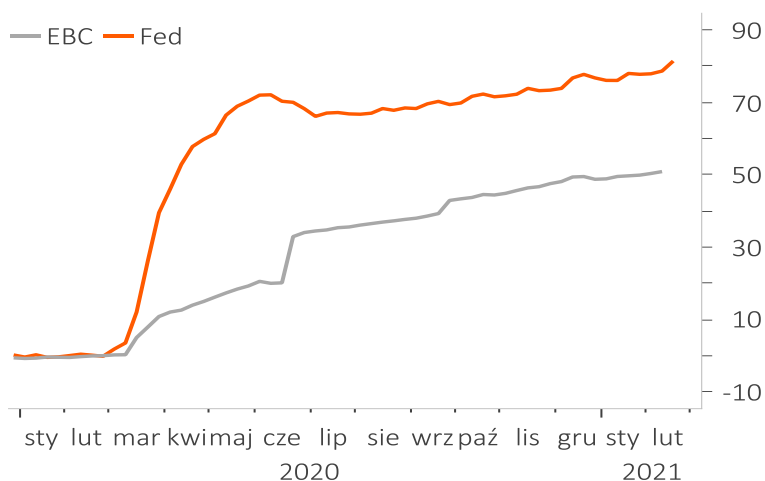
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
23 II	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	II	88,5pkt.	89,6pkt.	89,3pkt.
	USA		Wystąpienie J.Powell'a przed Kongresem				
24 II	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	IV kw.	4,2%	4,3%	4,0%
26 II	Polska	10:00	PKB r/r	IV kw.	-2,8%	-2,8%	-2,8%

Rynki walutowe – €/US\$ blisko 1,21.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Aktywa Fed i EBC – zmiana w % od 2019

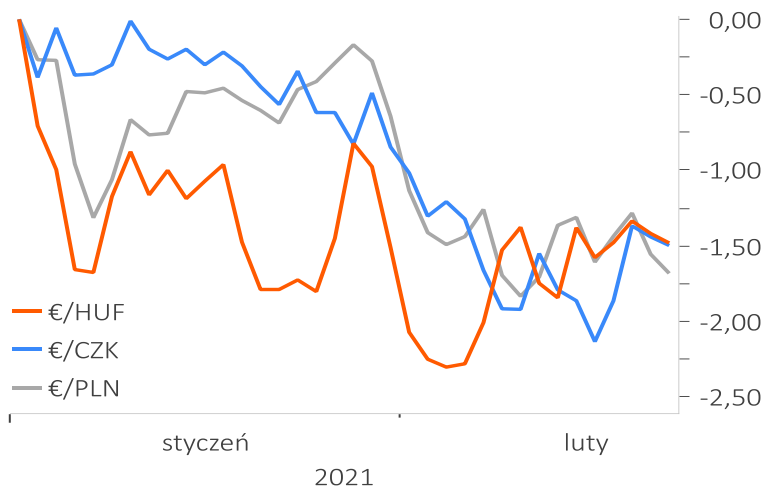


€/US\$:

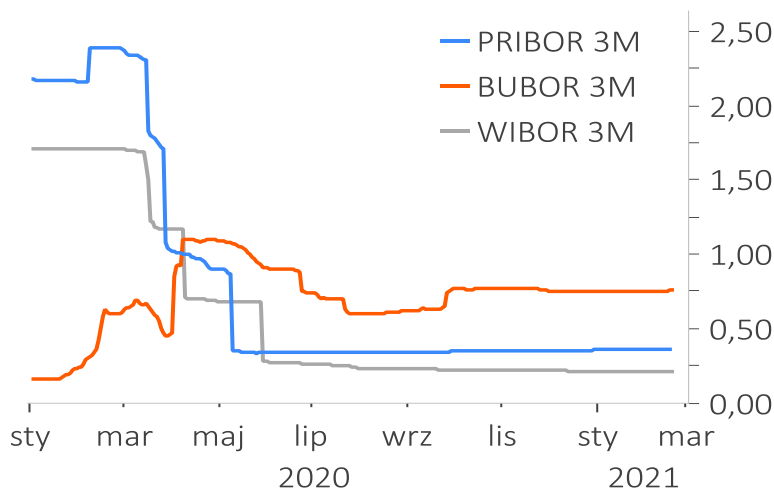
- W naszej ocenie rozkład ryzyka wskazuje na stabilizację kursu €/US\$ w okolicach 1,21 zarówno w tym tygodniu, jak i do końca kwartału.
- Oczekujemy, że wystąpienie Prezesa Fed J.Powella będzie miało umiarkowanie optymistyczną retorykę. Dane makro z przełomu roku zaskakują w USA na plus. To jednak bardziej impuls dla rynków długu niż dolara. Optymizm (nawet umiarkowany) Fed może skłaniać do dalszego przenoszenia kapitałów na bardziej dochodowe rynki wschodzące, korzystające np. z wyższych cen surowców.
- Naszym zdaniem Fed będzie zwlekał z zacieśnieniem polityki, mimo odbicia koniunktury czy inflacji w USA. Od 2kw21 spodziewamy się też stopniowej poprawy koniunktury w Europie oraz nadziei wśród inwestorów na silne odbicie w 2poł21 i 2022, gdy faktycznie do gospodarek zaczną napływać środki z Funduszu Odbudowy. Nałoży się na to prawdopodobnie mniej protekcyjna polityka nowej administracji USA, co powinno wspierać waluty rynków wschodzących oraz euro. Dlatego w 2poł21 spodziewamy się odpływu kapitałów z USA i osłabienia dolara. Pod koniec roku oczekujemy wzrostu €/US\$ do 1,25-27.
- Najważniejszym ryzykiem dla tego scenariusza jest korekta akcji, wspierająca dolara. Według ankiet wielu inwestorów jest silnie przeważone w ryzykownych aktywach, co rodzi obawy o korektę np. w razie niekorzystnego przebiegu pandemii. W przededniu globalnego odbicia gospodarczego skala ewentualnej korekty akcji i €/US\$ nie powinna być znacząca.

Rynki walutowe – €/PLN w trendzie bocznym, poniżej 4,50.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

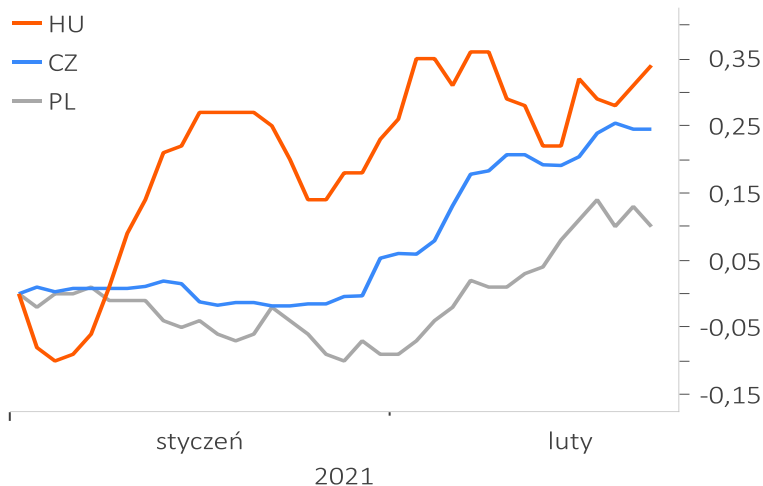


€/PLN:

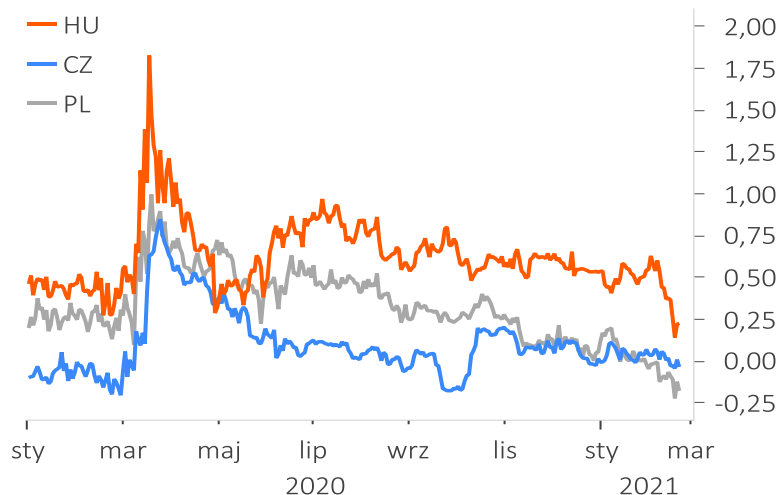
- W naszej ocenie kurs €/PLN w tym tygodniu utrzyma się w trendzie bocznym poniżej 4,50. Sentyment dla aktywów CEE nie jest na tyle dobry, aby inwestorzy skutecznie przełamali poziomy interwencyjne NBP. W trakcie tygodnia, kurs €/PLN powinien przetestować ostatnie dołki na 4,47, ale prawdopodobnie ich nie przełamie.
- Nasz model, określający poziom równowagi pary €/PLN na podstawie zmiennych rynkowych (np. IRS), wskazuje, że złoty jest ciągle lekko niedowartościowany do euro – poziom równowagi to około 4,45. 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 dłuższym horyzoncie, szczególnie 2pol21, oczekujemy bardziej zdecydowanego umocnienia złotego. Wraz ze spodziewanym trwałym osłabieniem dolara oczekujemy napływów kapitałów do gospodarek CEE. Jednocześnie Polska utrzyma pokaźną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. W efekcie pod koniec roku para €/PLN powinna znaleźć się nieznacznie poniżej 4,40. Gdyby nie polityka NBP, ruch byłby prawdopodobnie nawet większy, biorąc pod uwagę skalę spodziewanego przez nas wzrostu pary €/US\$, odbicie PKB w Polsce i wciąż utrzymującą się nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących.
- Zachowanie pary HUF/PLN w ostatnim czasie pokazuje, że inwestorzy nie obawiają się konwersji walutowych kredytów hipotecyjnych na złote. Najprawdopodobniej, nawet w razie konwersji odbędzie się ona przez NBP, a nie na rynku.

Rynek długu – dalsze zawężenie asset swapów.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

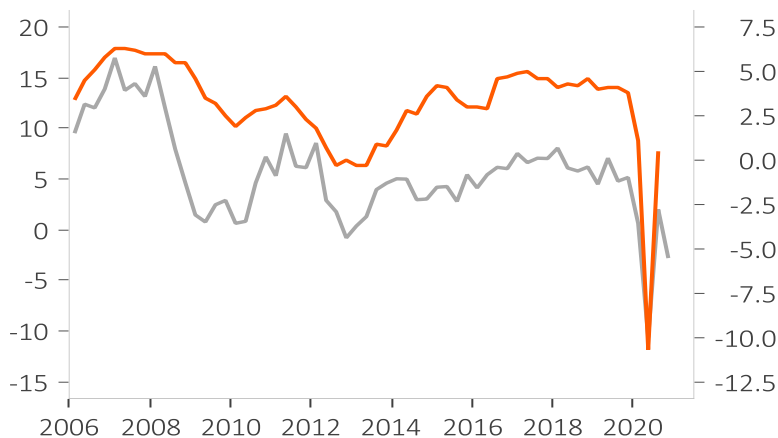


POLGBs:

- W tym tygodniu spodziewamy się dalszej kompresji złotych asset swapów, ale w mniejszej skali niż w ubiegłym tygodniu. Oczekujemy też minimalnego wystromienia krajowej krzywej dochodowości.
- Sytuacja na rynkach bazowych powinna wspierać wzrost rentowności złotych swapów oraz POLGBs. W naszej ocenie wystąpienie J.Powell'a przed Kongresem podtrzyma oczekiwania na relatywnie szybkie zacieśnienie polityki Fed, prowadząc do dalszego wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Inwestorzy liczą na podwyżki w ciągu 2-5 lat, więc bieżące dane powinny mieć mniejsze znaczenie.
- W przypadku POLGBs skala ruchu powinna być mniejsza niż złotych swapów. Osłabienie obligacji hamuje niską podaż SPW na początku roku. Na rynku skarbowym dominują też inwestorzy z kraju, którzy raczej mniej wierzą w scenariusz szybkich podwyżek stóp NBP niż inwestorzy zagraniczni. Kompresję spreadów widać też np. na Węgrzech, więc faktycznie jest to raczej koszykowe zajmowanie pozycji przez zagranicę.
- Zawężenie asset swapów może potrwać do końca kwartału, a nawet przez część 2kw21. W naszej ocenie, inwestorzy ciągle nie doceniają skali finansowania potrzeb pożyczkowych rządu poza rynkiem. W tym roku Skarb Państwa pozyska około PLN30mld z unijnego mechanizmu SURE, co jest już w cenach. W kolejnych latach może też jednak finansować się z pożyczek z Funduszu Odbudowy. To nawet 3 razy większa kwota niż środki z SURE. Inwestorzy krajowi prawdopodobnie zdają sobie z tego sprawę, zagraniczni niekoniecznie.

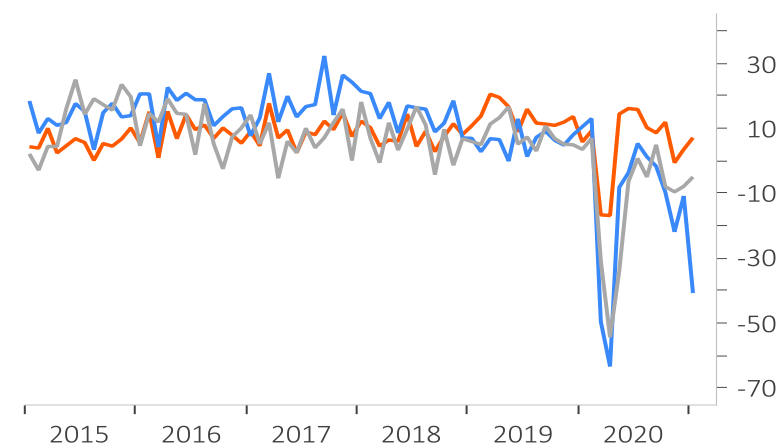
Restrykcje uderzyły w sprzedaż detaliczną w styczniu.

Sprzedaż detaliczna i wydatki konsumpcyjne (%r/r)



— Wydatki konsumpcyjne, ps — Sprzedaż detaliczna (ceny stałe), ls

Sprzedaż detaliczna (%r/r) – wybrane kategorie



— Samochody & części — Odzież i obuwie — RTV & AGD

- W styczniu sprzedaż detaliczna spadła o 6,0%r/r wobec -0,8% w grudniu. Wskazywały na to chociażby dane dziennej aktywności ludności w punktach handlowych, jednak skala spadku okazała się nieco głębsza od naszych szacunków.
- Sprzedaż po oczyszczeniu z sezonowości spadła w styczniu o 1,4%*m/m*. To w dużej mierze efekt ograniczenia przez rząd funkcjonowania galerii handlowych w końcu grudnia. Polacy wciąż preferują sklepy tradycyjne, nie zakupy w Internecie. Ograniczenie handlu zaburzyło sezonowość tradycyjnych wyprzedaży – spadek sprzedaży odzieży w styczniu względem grudnia pogłębił się aż o 30pp. Pozytywnie wybija się sprzedaż mebli, RTV i AGD, gdzie tempo wzrostu przyspieszyło do 7,1%r/r w styczniu z 3,5%r/r w grudniu. Konsumenci przesunęli popyt z usług na dobra trwałe.
- Po zaskoczeniu na plus w grudniu (wzrost o 3,4%r/r), styczniowe wyniki produkcji budowlano-montażowej (spadek o 10%r/r) okazały się gorsze od oczekiwań rynkowych (-7,3%r/r). Ostrzejsza zima przyniosła spadki w ujęciu r/r we wszystkich obszarach aktywności budowlanej. Pozytywna jest kontynuacja wzrostu produkcji budowlano-montażowej m/m po wyeliminowaniu sezonowości.
- Dobrą passę kontynuuje przemysł. W styczniu wprowadzie wzrost produkcji był niższy niż w grudniu (0,9%r/r wobec 11,2%), to jednak efekt kalendarza. Po korekcie o sezonowość produkcja wzrosła o 5,7%r/r, wyżej niż w 4kw20.
- Zakładamy, że wraz z postępem szczepień, szczególnie w grupach podwyższonego ryzyka i większą podażą szczepionek restrykcje będą ostrożnie rozluźniane. Pozwoli to na odbicie PKB, choć jego siła przesuwa się na 2poł21. Na razie utrzymujemy prognozę 4,5% wzrostu PKB w 2021.

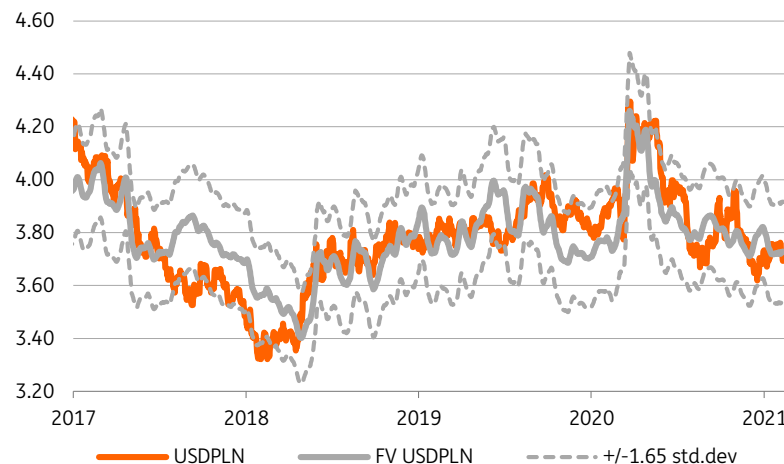
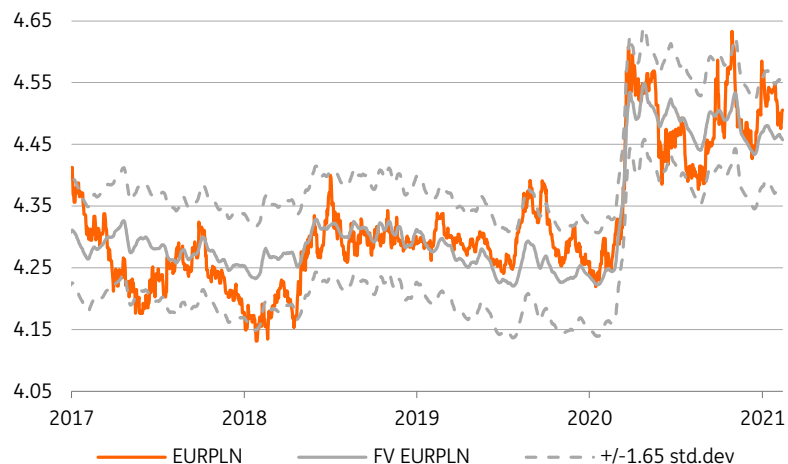
Prognozy walutowe

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 zmienić w najbliższym czasie.



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.