

# Tygodnik ING

Pogłębienie spadku krajowego PKB w 4kw20, szybsze odbicie w 2poł21.

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

2 marca 2021



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



# W skrócie

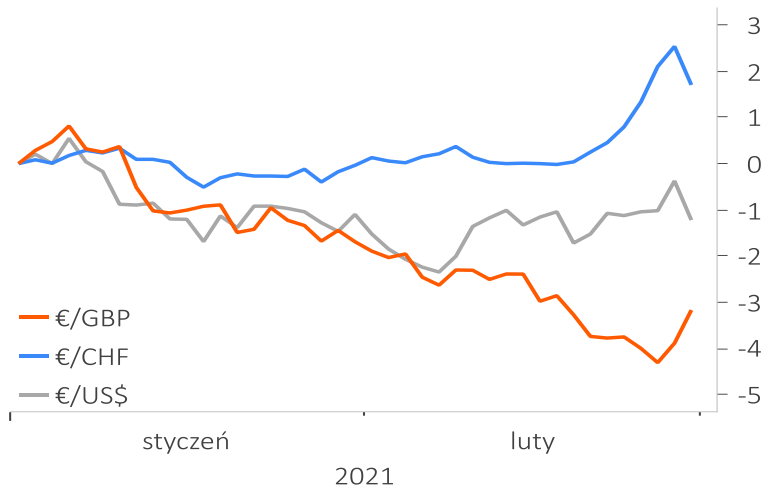
- W ubiegłym tygodniu oczekiwania na globalne odbicie inflacji i szybkie podwyżki stóp procentowych zdeterminowały sytuację na rynkach. Podniosły się zarówno rentowności amerykańskich i niemieckich papierów, choć w mniejszej skali niż tydzień wcześniej. Rozszerzający się spread między krzywą amerykańską i niemiecką przełożył się spadek €/US\$ z 1,2180 d9 1,2080.
- Pod presją, m.in. ze względu na umocnienie dolara, znalazły się natomiast waluty CEE. Kurs €/PLN wrócił do 4,53, czyli poziomów z początku lutego. Silnie (ponad 20pb na długim końcu) podniosły się rentowności POLGBs, doszło też do wystromienia krzywej. Krajowy rynek przez pewien czas opierał się wzrostom rentowności, ale w ubiegłym tygodniu je nadrobił. Skala ruchu podkreśla ciągle niską płynność na rynku wtórnym SPW.
- Szanse na spadek pary €/US\$ poniżej 1,20 są w tym tygodniu duże. Inwestorzy oczekują szybkiego wejścia w życie kolejnego pakietu fiskalnego w USA. Liczymy też na zaskoczenia in plus piątkowymi payrolls. Nakłada się na to wczorajszy komentarz z EBC. Najbliższe istotne wsparcie to dołki z lutego na 1,1950. W dłuższym terminie nadal spodziewamy się jednak osłabienia dolara. Oczekujemy odpływu kapitałów z USA wraz z wyjściem światowej gospodarki z zapaści.
- Umocnienie dolara już na początku tygodnia sugeruje, że presja na złotego i inne waluty CEE może się utrzymać. Technicznie kurs powinien dotrzeć do lokalnego oporu w okolicach 4,55. W dalszej części miesiąca para powinna wrócić jednak do spadku. Według naszych szacunków złoty jest niedowartościowany, a poziomy przy których NBP rozpoczął interwencje daleko.

## Kalendarz makroekonomiczny

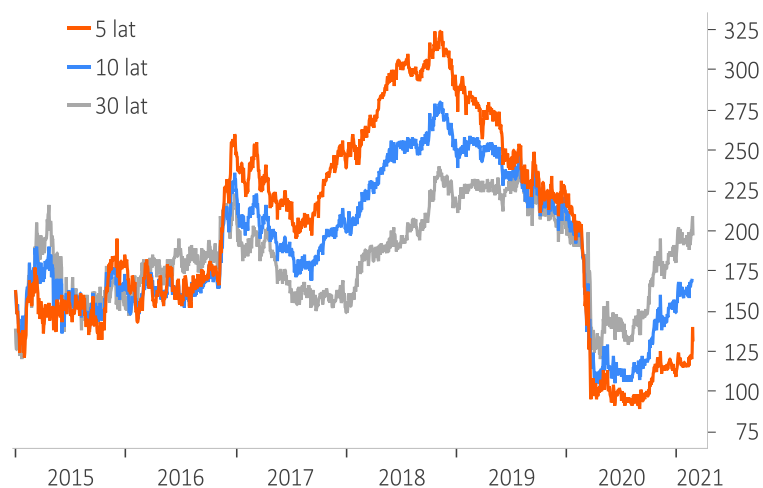
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
2 III	Strefa euro	10:00	HICP r/r	II	1,1%	0,9%	0,9%
			Inflacja bazowa r/r	II	1,3%	1,1%	1,4%
3 III	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	II	220tys.	183tys.	174tys.
		16:00	ISM dla sektora usług	II	58,0pkt.	58,7pkt.	58,7pkt.
	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
4 III	Strefa euro	11:00	Sprzedaż detaliczna r/r	I	0,0%	-1,2%	0,6%
5 III	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	I	0,4%	0,7%	-1,9%
	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	II	230tys.	145tys.	49tys.
			Stopa bezrobocia	II	6,4%	6,4%	6,3%

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

## Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



## Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

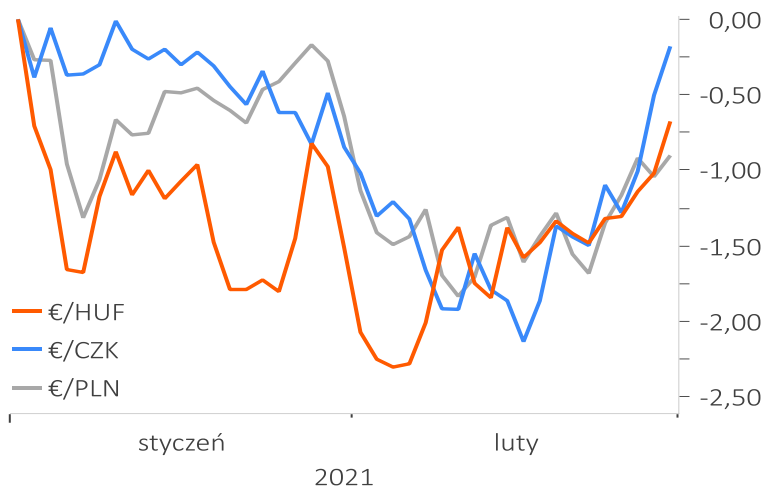


## €/US\$:

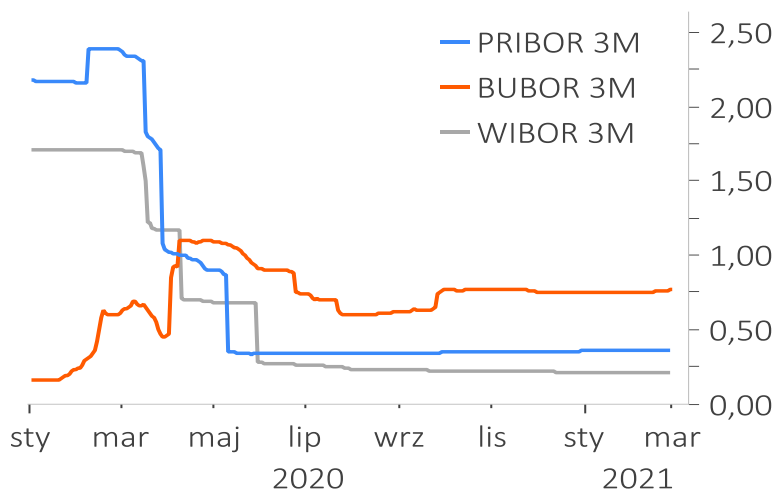
- W naszej ocenie kurs €/US\$ zostanie szerokim trendzie bocznym nawet do końca miesiąca. Bieżące dane / wydarzenia będą mogły zepchnąć parę do 1,1950, ale prawdopodobnie nie dojdzie do wiele większej aprecjacji.
- Z jednej strony inwestorzy liczą na duży impuls fiskalny w USA, co tylko wzmacniają postępy w pracach w Kongresie. To z kolei wspiera oczekiwania na relatywnie szybkie (szybsze niż sugerują to komentarze członków FOMC) podwyżki stóp Fed. Z drugiej jednak strony nastroje na rynkach pozostają dobre, co na ogół sprzyja odpływowi kapitałów na z USA na rynki wschodzące. Nie wykluczamy też, że retoryka Fed będzie starać się łagodzić oczekiwania na podwyżki stóp i zbyt szybkie wzrosty rentowności.
- W naszej ocenie w dalszej części roku, szczególnie 2poł21, dolar powróci jednak do trwałego osłabienia. Pod koniec roku oczekujemy wzrostu €/US\$ do 1,25-27. Uważamy, że mimo odbicia koniunktury, czy podwyższonej inflacji w USA Rezerwa Federalna będzie zwlekać z zacieśnieniem swojej polityki. FOMC chce trwale pobudzić oczekiwania inflacyjne. Również polityka nowej administracji USA, np. handlowa, czy podatkowa, powinna wspierać odpływ kapitałów na rynki wschodzące. Od 3kw21 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.
- Kluczowym ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje korekta na rynkach ryzykownych aktywów, typowo korzystna dla dolara.

# Rynki walutowe – €/PLN blisko 4,50 do końca kwartału.

## Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



## Stopy procentowe – porównanie CEE

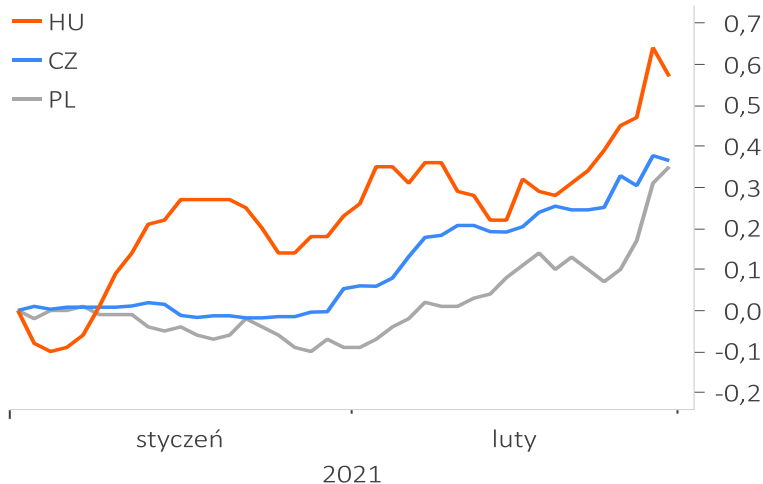


## €/PLN:

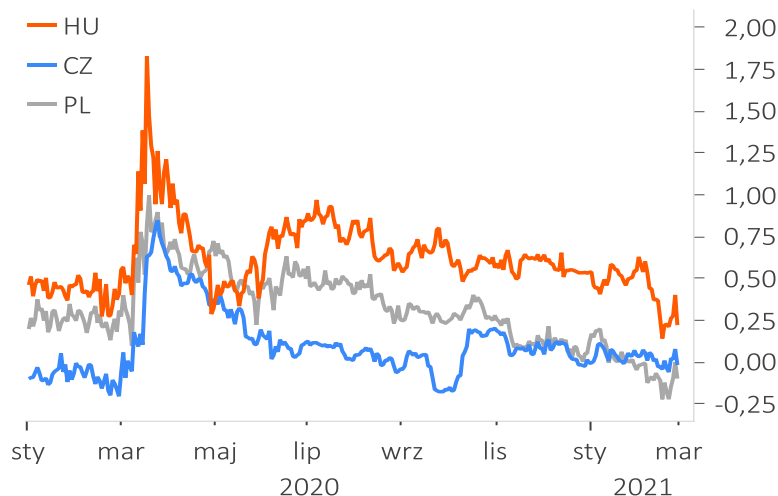
- W naszej ocenie do końca kwartału kurs €/PLN utrzyma się blisko poziomu 4,50. W ciągu około dwóch tygodni para powinna przetestować dolki w okolicach 4,47. W naszej ocenie sytuacja zarówno w kraju, jak i Europie nie jest dostatecznie dobra aby inwestorzy zdecydowali się na zajmowanie pozycji na większe umocnienie złotego, biorąc pod uwagę np. ryzyko kolejnych interwencji NBP przeciw PLN. Przedłużające się lockdowny wśród głównych partnerów handlowych Polski, jak i trzecia fala pandemii w kraju sugerują relatywnie słaby początek roku w gospodarce.
- Nasz model, określający poziom równowagi pary €/PLN na podstawie zmiennych rynkowych (np. IRS), wskazuje, że złoty pozostaje 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 dalszej części roku, głównie w 2poł21, spodziewamy się stopniowego spadku pary €/PLN, poniżej 4,40. W naszej ocenie oczekiwany wzrost kursu €/US\$ doprowadzi do zwiększonego napływu kapitału do gospodarek CEE. Jednocześnie Polska powinna utrzymać pokaźną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Gdyby nie polityka NBP, ruch byłby prawdopodobnie nawet większy.
- Uważamy, że ewentualne przewalutowanie hipotecznych kredytów walutowych na PLN odbędzie się przez NBP i nie powinno mieć dużego wpływu na rynek. Zachowanie kursu HUF/PLN wskazuje, że taki scenariusz wyceniają też inwestorzy.

# Rynek długu – wystromienie krzywej, ciaśniejsze ASW.

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



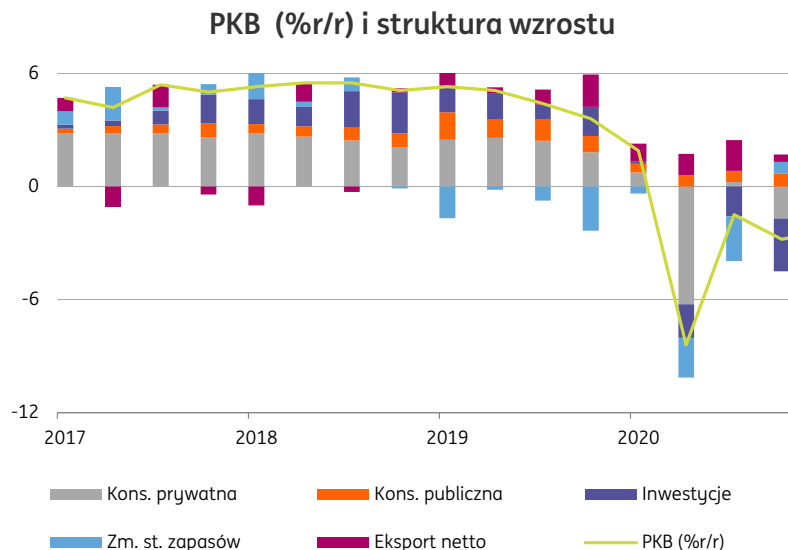
## Asset swapy 10L w CEE od 2020



## POLGBs:

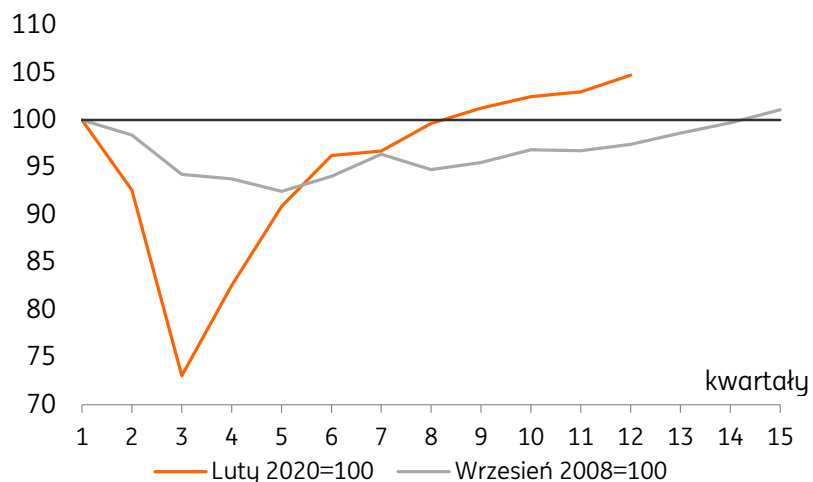
- Zachowanie krajowego rynku długu w tym tygodniu powinna zdeterminować sytuacja na rynkach bazowych. Liczymy na zaskoczenia in plus m.in. danymi z amerykańskiego rynku pracy, co powinno podtrzymać oczekiwania na relatywnie szybkie podwyżki stop Fed. Sugeruje to dalsze wzrosty rentowności, szczególnie na długim końcu. Spora przecena SPW z zeszłego tygodnia nie wskazuje na duże wzrosty rentowności. Dość prawdopodobne jest też zawężenie asset swapów. Sytuacja podażowa sugeruje, że presja na wzrost rentowności SPW powinna być mniejsza niż na swapach.
- Dość prawdopodobne jest też wystromienie krzywej. W tym miesiącu zapadają bony skarbowe, których MF może nie chcieć zrolować. MF ma ciągle wysoką poduszkę płynności i może chcieć zmniejszyć się w ten sposób. Oznacza to presję na spadek rentowności krótkich SPW.
- Odbywające się w tym tygodniu posiedzenie RPP nie powinno mieć dużego znaczenia dla rynku. Inwestorzy obstawiają podwyżki stóp, ale głównie w horyzoncie 2-5lat. To wykracza poza wpływ bieżących danych, czy komentarzy z RPP.
- 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.

# Pogłębienie spadku PKB w 4kw20, szybsze odbicie w 2poł21.



- PKB w Polsce w 4Q20 spadł o 2,8%/r i o 0,7%kw/kw po oczyszczeniu z wpływu sezonowości. W całym 2020 r. spadek PKB wyniósł 2,7%/r wobec 2,8% spadku wstępnie szacowanego przez GUS. Struktura zmian PKB w 4Q20 była zasadniczo zgodna z naszymi szacunkami. Spadek inwestycji pogłębił się do -10,9%/r z -9% w 3Q20. Konsumpcja prywatna spadła o 3,2%/r wobec 0,4% wzrostu w 3Q20. Od strony tworzenia PKB wyróżnia się przemysł. Realny wzrost wartości dodanej w przemyśle w 4kw20 przyspieszył do 4,8%/r wobec +2,9%/r w 3kw20 i -11,8%/r w 2Q20.
- W styczniu przemysł w Polsce pozostał silny. Tempo produkcji przemysłowej wprawdzie zmniejszyło się do 0,9%/r wobec 11,2% w grudniu. To jednak efekt układu dni roboczych, w grudniu było ich o dwa więcej r/r, w styczniu o dwa mniej. Po skorygowaniu o sezonowość wzrost produkcji w styczniu w ujęciu rocznym (5,7%) był zbliżony do grudniowego i wyższy od średniej z 4Q20.
- Gorzej było z handlem. W styczniu sprzedaż detaliczna spadła o 6,0%/r po 0,8% spadku w grudniu. Przyczyną były ograniczenia w funkcjonowaniu centrów handlowych. Polacy wciąż preferują tradycyjne sklepy. Ograniczenia te zaburzyły sezonowość tradycyjnych wyprzedaży, w styczniu tempo sprzedaży odzieży w ujęciu r/r spadło o 30pp wobec grudnia.
- Wraz ze złagodzeniem restrykcji handlowych w lutym, nastroje poprawiły się. Ryzykiem jest kolejna fala pandemii i skutki przedłużonych restrykcji w Europie. Pozostajemy ostrożni co do perspektyw 1kw21 (widzimy ryzyko niewielkiego spadku PKB kw/kw). Wraz z przyspieszeniem szczepień i złagodzeniem restrykcji wzrost powinien się odbić, bardziej w 2poł21. Utrzymujemy prognozę 4,5%/r wzrostu PKB w 2021, ale widzimy ryzyko po niższej stronie.

## Prod. przemysłowa, odbudowa po kryzysach w 2008 i 2020



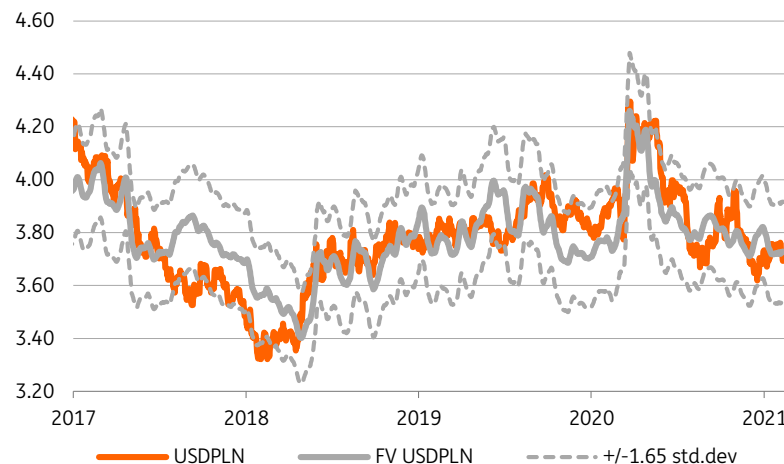
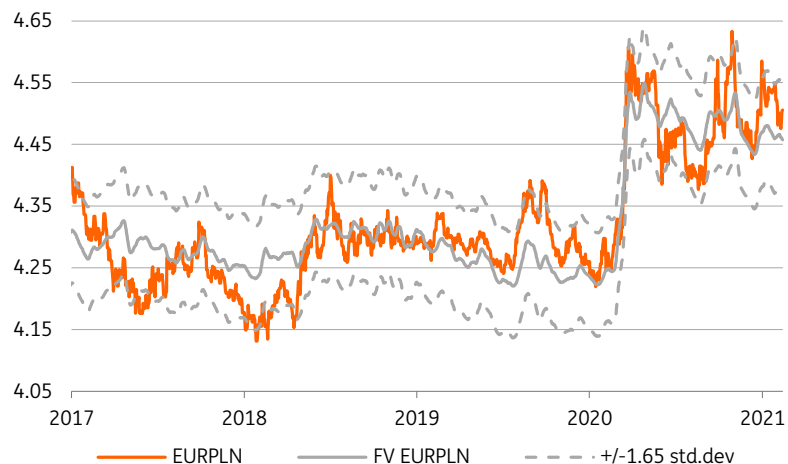
# Prognozy walutowe

## 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 <a href="mailto:Rafal.Benecki@ing.pl">Rafal.Benecki@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl">Piotr.Poplawski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Leszek.Kasek@ing.pl">Leszek.Kasek@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Karol.Pogorzelski@ing.pl">Karol.Pogorzelski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Dawid.Pachucki@ing.pl">Dawid.Pachucki@ing.pl</a>

### 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.