

# Tygodnik ING

NBP widzi wysoki wzrost PKB, ale umiarkowaną inflację.  
Waluty CEE pod presją.

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

9 marca 2021



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



# W skrócie

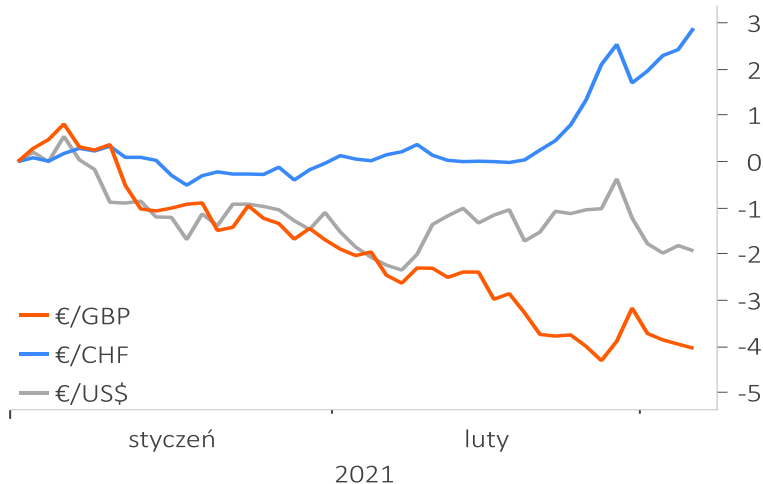
- Ubiegły tydzień przyniósł dalsze wzrosty dochodowości Treasuries. Rentowność amerykańskiej 10latki podniosła się o ponad 10pb, Bund był stabilny. To nadal efekt oczekiwań na wzrost inflacji w USA i podwyżki stóp Fed. Przecena papierów przyspieszyła po wypowiedzi prezesa Fed, tolerancyjnej dla inflacji. Wbrew obawom części inwestorów nie zasugerował on kontroli krzywej, czy nawet zaniepokojenia wzrostami rentowności. Osłabienie w ślad za rynkami bazowymi kontynuowały też POLGBs. W naszej ocenie ani projekcja, ani komunikat po posiedzeniu RPP nie wskazywały, aby bank centralny miał zmienić nastawienie, jednak globalne nastroje reflacyjne podsyciły reakcję na wyższe projekcje NBP. Dopiero piątkowa konferencja prezesa NBP nieco obniżyła oczekiwania na podwyżki. Także na rynkach bazowych, na przełomie tygodnia nastąpiło zatrzymanie wzrostu rentowności i lekkie odreagowanie, które naszym zdaniem ma charakter technicznej korekty niż zmiany trendu.
- Wśród danych z USA wciąż dominują pozytywne zaskoczenia, mniej widać to w przypadku Eurolandu. Rozszerzenie spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej spowodowało dalszy spadek pary €/US\$ - kurs obniżył się do 1,1840, tj. najniżej od przełomu listopada i grudnia 2020. Mocniejszy dolar osłabił waluty CEE. Kurs €/PLN dotarł do 4,60, czyli blisko szczytów z listopada i grudnia.
- W tym tygodniu teoretycznie najważniejsze wydarzenie to posiedzenie EBC, bardziej skłaniamy się ku scenariuszowi, w którym prezes Lagarde zapowie gotowość do większych skupów długu rządowego, aby powstrzymać nadreakcję rynków i wzrost rentowności obligacji. Jednak dotychczasowe komentarze wskazują, na brak zgodności w zarządzie jak zareagować na wzrost rentowności, stąd duża niepewność na ile jednoznaczny komunikatu usłyszymy od prezesa EBC. Stąd dla €/US\$ i €/PLN większe znaczenie ma fakt, że nasze modele pokazują „naciągnięte” wyceny: 2% niedowartościowanie €/US\$ i 3,5% niedowartościowanie PLN z którego następuje zwykle odbicie. Odbicie €/US\$ z poziomu ważnego wsparcia w okolicach 1,1840 pomoże €/PLN odbić się z poziomu 4,60, a więc zbliżonego do listopadowych i grudniowych szczytów.

## Kalendarz makroekonomiczny

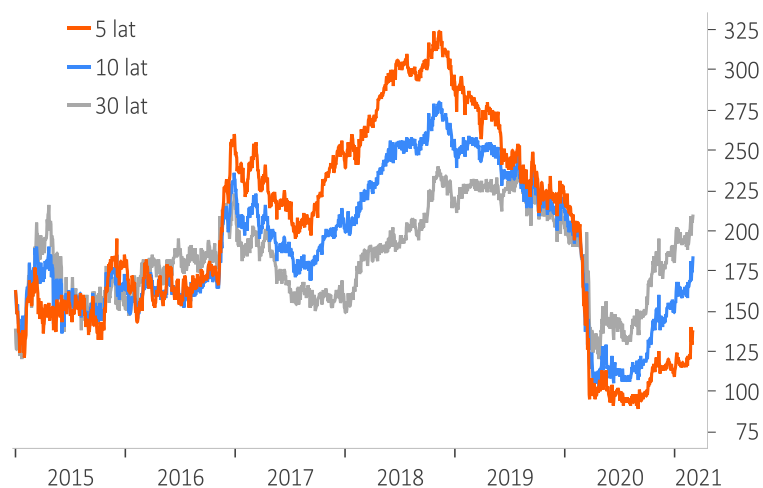
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 III	USA	14:30	CPI r/r	II	1,6%	1,6%	1,4%
			Inflacja bazowa r/r	II	1,4%	1,4%	1,4%
11 III	Strefa euro	13:45	Posiedzenie EBC		b.z.	b.z.	b.z.
12 III	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa m/m	I	-	0,1	-1,6%

# Rynki walutowe – możliwe dalsze umocnienie dolara.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

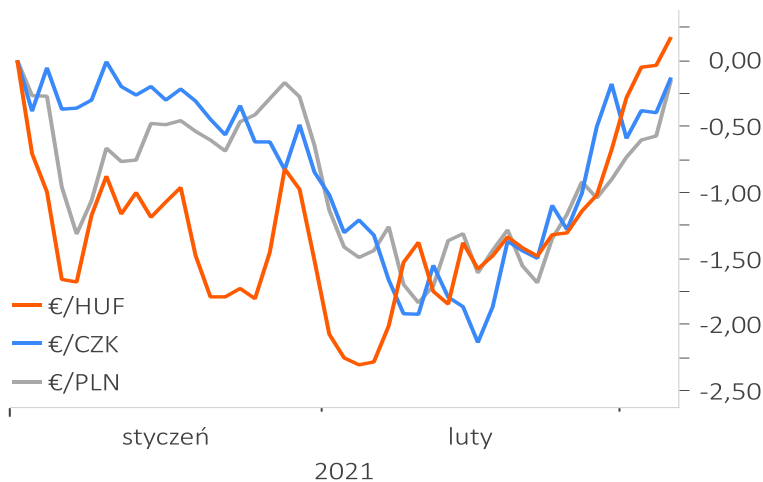


## €/US\$:

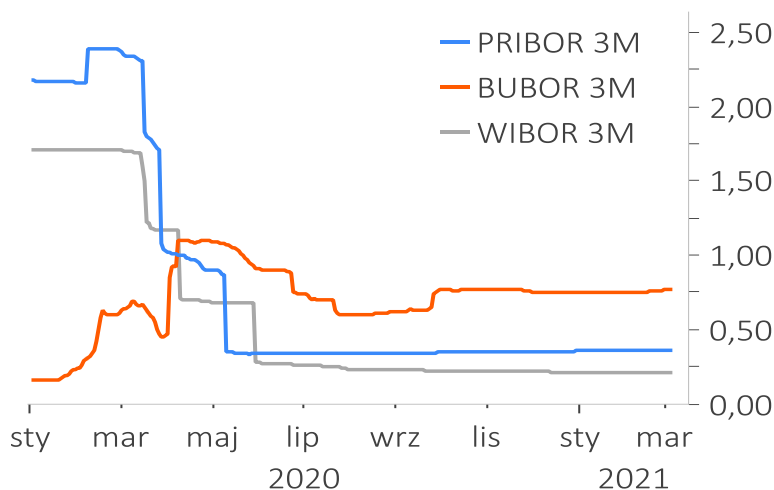
- W naszej ocenie kurs €/US\$ zostanie w szerokim trendzie bocznym nawet do końca miesiąca. Bieżące dane/wydarzenia mogą zepchnąć parę do 1,1840, ale prawdopodobnie nie dojdzie do wiele większej aprecjacji dolara.
- Z jednej strony duży impuls fiskalny w USA wspiera oczekiwania na relatywnie szybkie (szybsze niż sugerują to komentarze członków FOMC) podwyżki stóp Fed. Z drugiej jednak strony nastroje na rynkach pozostają względnie 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 połowy 2021 spodziewamy się też stopniowej poprawy koniunktury w Europie oraz nadziei wśród inwestorów na silne odbicie w 2poł21 i 2022, gdy gospodarki zaczną się otwierać oraz zaczną napływać środki z Funduszu Odbudowy.
- Kluczowym ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje korekta na rynkach ryzykownych aktywów, typowo korzystna dla dolara.

# Rynki walutowe – złoty nadal pod presją.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

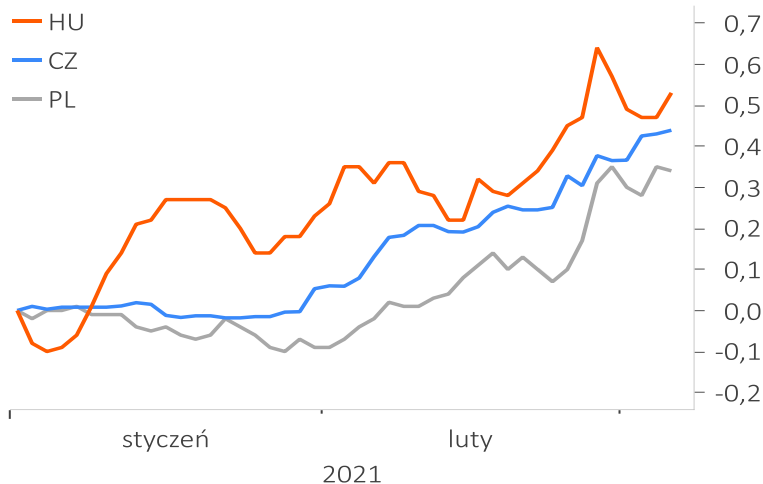


## €/PLN:

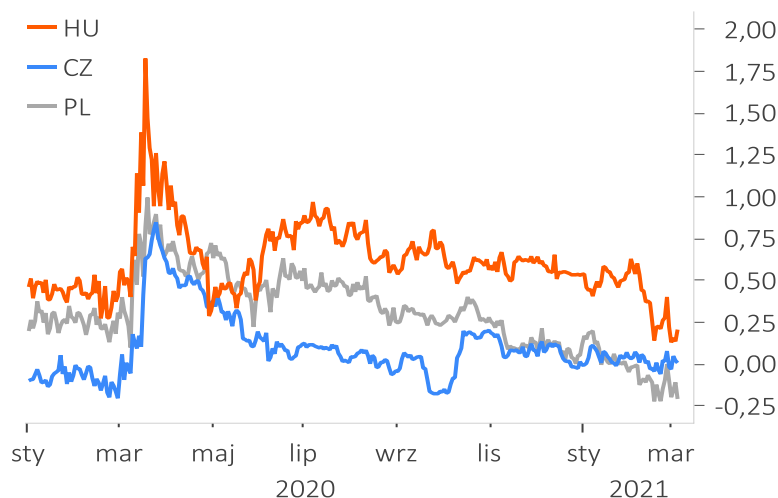
- €/PLN dotarł do 4,60. Złoty jest jednak już obecnie wyraźnie niedowartościowany do euro (patrz wskazania naszego modelu na końcu raportu), co nie wskazuje na wiele większe osłabienie krajowej waluty. Wsparciem dla walut CEE może też okazać się odbicie €/US\$ z 1,1840, który wg naszych modeli jest mocno niedowartościowany.
- Nasz model, określający poziom równowagi pary €/PLN na podstawie zmiennych rynkowych (np. IRS), wskazuje, że złoty jest już istotnie niedowartościowany do euro – poziom równowagi to około 4,45. Różnica jest jednak na tyle duża, że może zachęcać do zajmowania pozycji na spadek €/PLN.
- W dalszej części miesiąca para €/PLN powinna cofnąć się do 4,50. Maksymalnie liczymy na ruch do ostatnich dołków 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.
- W dalszej części roku, głównie w 2pół21, 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.

# Rynek długu – wystromienie krzywej.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



## POLGBs:

- W tym tygodniu spodziewamy się niewielkiego umocnienia POLGBs. Piątkowa konferencja prezesa NBP powinna być otrzeźwieniem dla inwestorów oczekujących szybkich podwyżek stóp w kraju. Przekaz ten powinna wzmocnić też retoryka EBC podczas posiedzenia w tym tygodniu. W dłuższym okresie nadal jednak spodziewamy się wzrostów rentowności i wystromienia krzywej. Odzwierciedla to presję na wzrost rentowności na rynkach bazowych m.in. z uwagi na duże poluzowanie fiskalne w USA.
- Dość prawdopodobne jest też wystromienie krzywej. Retoryka prezesa NBP powinna gasić oczekiwania na podwyżki stóp w horyzoncie do dwóch lat. W tym miesiącu zapadają bony skarbowe, których MF może nie chcieć zrolować. MF ma ciągle wysoką poduszkę płynności i może chcieć zmniejszyć ją w ten sposób. Oznacza to presję na spadek rentowności krótkich SPW.
- Zawężenie asset swapów może potrwać do końca kwartału, ale dużo pozytywnych informacji już jest wycenione, jak podnoszony przez nas od dłuższego czasu fakt, że Skarb Państwa pozyska około PLN30mld z unijnego mechanizmu SURE. W tym miesiącu zapada też PLN11mld bonów skarbowych. Duża poduszka płynnościowa MF sugeruje Ministerstwo nie zroluje tych instrumentów.
- Jednocześnie pojawiają się doniesienia sugerujące, że rząd przygotowuje się do zwiększenia ekspansji fiskalnej. To oznacza wyższe podażę długu i inflację, chociaż wciąż rynek może liczyć na wsparcie NBP w postaci programu skupu aktywów.

# Projekcje NBP: wysoki wzrost PKB, umiarkowana inflacja

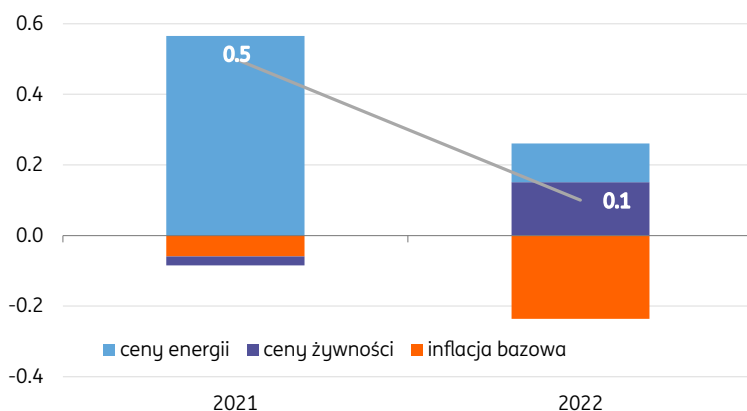
## Różnice w projekcji NBP dla ścieżki CPI i PKB

PKB	2021	2022	2023
Projekcja z marca 2021	4.1	5.4	5.4
Zmiana względem projekcji z listopada 2020	1.0	-0.3	-
Prognoza ING	4.5	5.0	

CPI	2021	2022	2023
Projekcja z marca 2021	3.1	2.80	3.2
Zmiana względem projekcji z listopada 2020	0.5	0.1	-
Prognoza ING	3.1	3.4	

## Źródła różnic w projekcji NBP dla inflacji CPI



- Poznaliśmy szczegóły najnowszej projekcji NBP. Bank mocno podniósł prognozę wzrostu PKB w 2021 i założył utrzymanie się wysokiego, 5,4% tempa w latach 2022-23. Towarzyszyć temu będzie inflacja zgodna z celem w latach 2021-22, odbicie CPI dopiero w 2023 roku.
- Podobnie jak my NBP zakłada, że źródłem szybszego wzrostu PKB w 2021 ma być konsumpcja prywatna i niewielki, 1,5% wzrost inwestycji (wcześniej NBP zakładała spadek o 3,0%). Szybszy wzrost spożycia ma utrzymać się też w latach kolejnych, w tym w 2022 ma sięgnąć realnie 6.3%/r. Wzrost inwestycji na 2022 (7,7%/r) jest zbliżony do prognoz z listopada, w 2023 inwestycje zdaniem NBP mają zwiększyć się w Polsce o 9,9%.
- NBP prezentuje optymistyczne prognozy CPI, źródłem wyższych cen będą głównie ceny energii (wykres obok), a inflacja bazowa w latach 2021-22 ma być nawet niższa niż w projekcji z listopada. Taki scenariusz sygnalizował prezes NBP, który stwierdził, że wzrost cen to efekt czynników będących poza kontrolą NBP: (1) cen energii rosnących pod wpływem polityki UE, (2) cen ropy antycypujących ożywienie globalne, (3) cen śmieci z uwagi na lokalne regulacje.
- Jesteśmy mniej optymistyczni niż NBP ws inflacji bazowej. W 2021 roku, w kierunku jej wzrostu będą działać: (1) odłożony popyt, (2) zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw, wzrost stawek przewozowych, surowców, itp., (3) oparta na konsumpcji struktura wzrostu PKB. Mamy podobną do NBP projekcję CPI w 2021 (ale przy wyższej bazowej) i wyższą niż NBP ścieżkę CPI w 2022 (nasza prognoza to 3,4%). Wciąż jednak uważamy, że stopy nie zmienią się co najmniej do końca kadencji Rady i Prezesa NBP (1poł2022) a nawet końca 2022 roku.

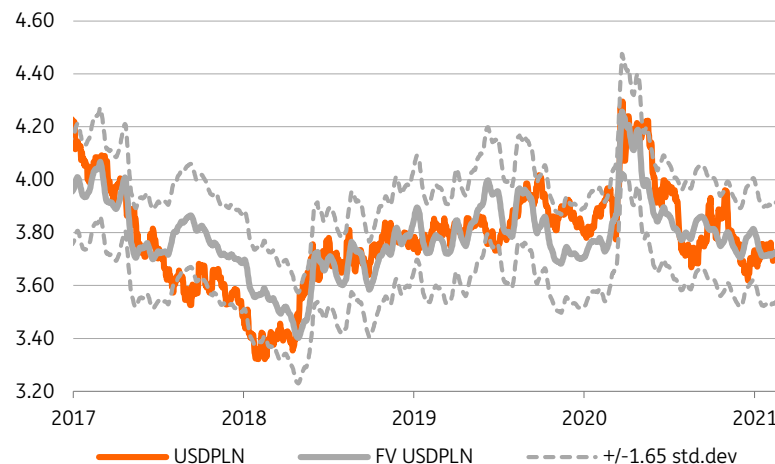
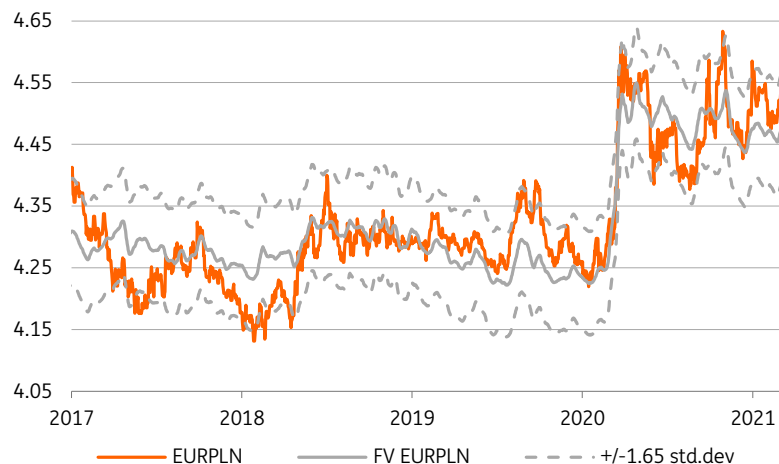
# Prognozy walutowe

## 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 wyraźnie niedowartościowany wobec euro.
- Dochodowości obligacji skarbowych są ciągle niższe od wskazań modelu. Rentowności SPW podniosły się, ale jeszcze wyraźniej wzrosły stawki IRS, co podnosi wskazania naszego modelu.



## 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.