

Tygodnik ING

CPI w lutym niższa od oczekiwania. Kolejna fala Covid-19 zagrożeniem dla PKB

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

22 marca 2021



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



W skrócie

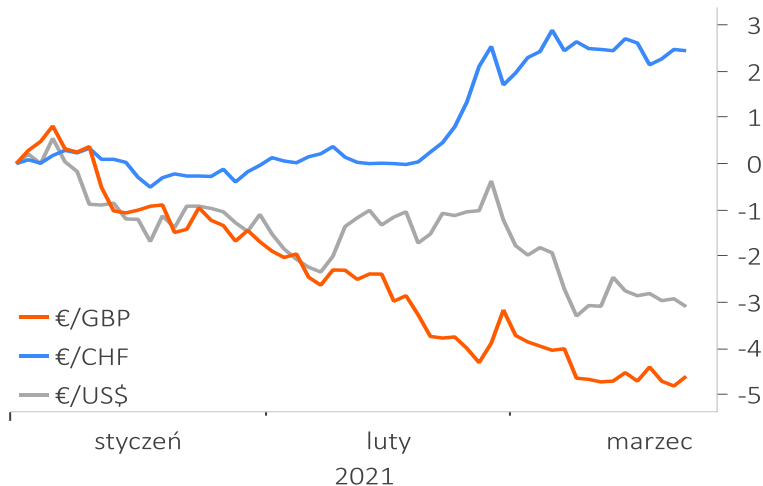
- W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego wzrostu rentowności Treasuries, prawie 10pb w segmencie 10lat. Kurs €/US\$ pogłębił też spadek z 1,1930 na 1,19. FOMC na posiedzeniu w ubiegłym tygodniu utrzymał łagodną retorykę, Fed zaprezentował też projekcje potwierdzające, że do podwyżek stóp w USA szybko nie dojdzie. Nie było to jednak w stanie przekonać rynków do zmiany zdania, że wzrost inflacji wymusi zaostreżenie polityki Rezerwy Federalnej wcześniej niż teraz to sugeruje. Sam Fed tylko wzmocnił te oczekiwania nie przedłużając ulgi wyłączającej obligacje oraz nadwyżki depozytów w Fed z podstawy wyliczenia uzupełniającej dźwigni finansowej, wbrew oczekiwaniom rynku. Inwestorzy zinterpretowali to jako wstęp do zacieśnienia polityki FOMC, co doprowadziło do wzrostu rentowności amerykańskich 10latek o ok 6pb po decyzji.
- Mocniejszy dolar odbił się na walutach CEE. Kurs €/PLN dotarł do 4,62, tj. najwyższej od października. POLGBs zakończyły tydzień minimalnym umocnieniem. Wyceny wsparł m.in. dość agresywny skup papierów na aukcji NBP.
- W tym tygodniu spodziewamy się utrzymania presji na wzrost rentowności na rynkach bazowych oraz rozszerzenia spreadu Treasuries wobec krzywej niemieckiej. Za wzrostem rentowności przemawiają zarówno oczekiwania na szybkie podwyżki stóp Fed, jak i perspektywa dużych podaży długu na sfinansowanie olbrzymiego pakietu fiskalnego w USA.
- W tym tygodniu para €/US\$ może przetestować dołki na 1,1840. Dolarowi pomagają zarówno oczekiwania na szybkie podwyżki stóp Fed, jak i obawy co do skutków trzeciej fali pandemii w Europie. Spodziewamy się też, że publikowane w tym tygodniu dane, m.in. PMI ze strefy euro, będą na tyle bliskie oczekiwaniom aby nie wpłynąć istotnie na rynek.

Kalendarz makroekonomiczny

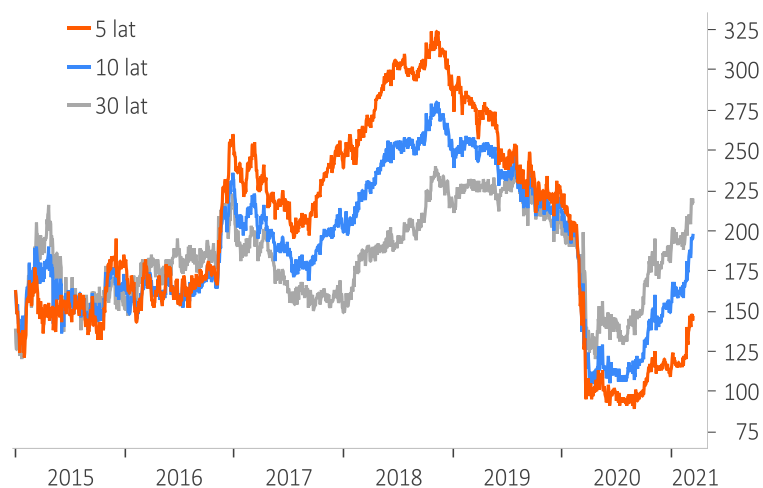
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
24 III	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	III	57,5pkt.	57,6pkt.	57,9pkt.
			PMI - usługi	III	46,6pkt.	46,0pkt.	45,7pkt.
25 III	USA	13:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	4,1%	4,1%	4,1%
26 III	Niemcy	10:00	IFO – główny wskaźnik	III	92,6pkt.	93,2pkt.	92,4pkt.
			IFO – oczekiwania	III	95,0pkt.	95,0pkt.	94,2pkt.
			IFO – bieżąca sytuacja	III	90,4pkt.	91,6pkt.	90,6pkt.
	USA	15:00	Nastroje gosp. domowych	III	84,0pkt.	83,6pkt.	83,0pkt.

Rynki walutowe – większy wzrost €/US\$ dopiero w 2 poł21.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

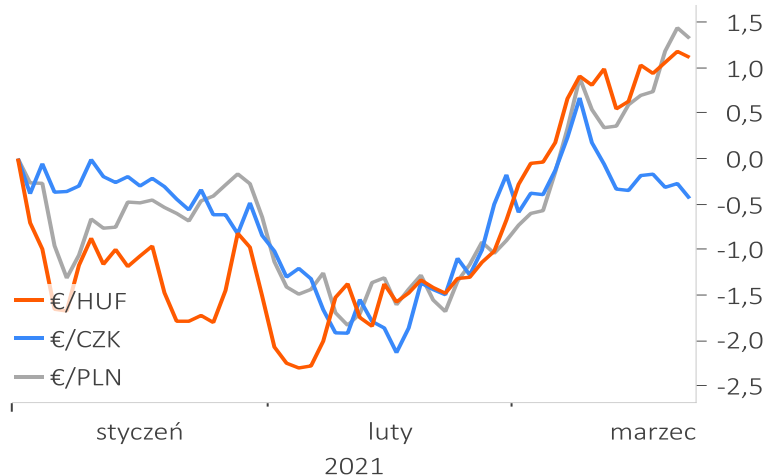


€/US\$:

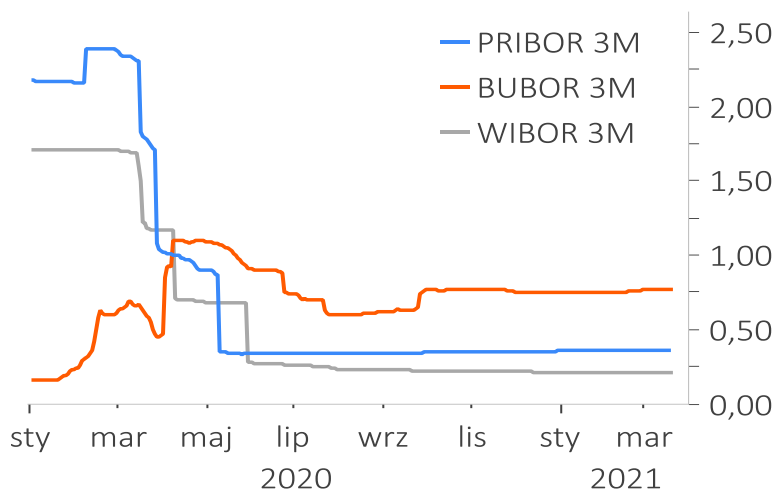
- W tym tygodniu para €/US\$ może przetestować dołki na 1,1840. Dolarowi pomagają oczekiwania na szybkie podwyżki stóp Fed, szczególnie, że rynek odebrał decyzję o nieprzedłużeniu ulgi SLR jako wstęp do zacieśnienia polityki. Z kolei euro ciąży obawy co do skutków trzeciej fali pandemii w Europie. Spodziewamy się też, że publikowane w tym tygodniu dane, m.in. PMI ze strefy euro, będą na tyle bliskie oczekiwaniom aby nie wpłynąć istotnie na rynek.
- Kurs powinien utrzymać się na niskim poziomie, tj. blisko 1,19-20, przez dużą część 2kw21. Trzecia fala pandemii w Europie kontrastuje ze spadkiem zachorowań w USA, postępami w szczepieniach, czy oczekiwaniami na relatywnie szybkie podwyżki stóp Fed.
- Naszym zdaniem dopiero symptomy odbicia koniunktury w strefie euro po trzeciej fali pandemii pozwolą na większe umocnienie wspólnej waluty. Uważamy także, 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. W połączeniu z pogłębieniem deficytu handlowego USA pozwoli to na wzrost pary €/US\$ do 1,25-27 pod koniec roku.
- Kluczowym ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje korekta na rynkach ryzykownych aktywów, typowo korzystna dla dolara. To szczególnie ryzyko na przełomie 1 i 2kw21, gdy w europejskie gospodarki uderza kolejna fala pandemii.

Rynki walutowe – Silnie niedowartościowanie złotego.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

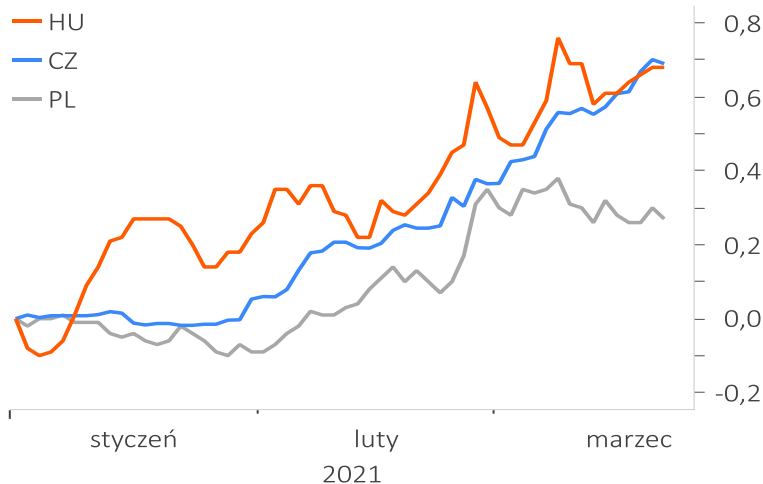


€/PLN:

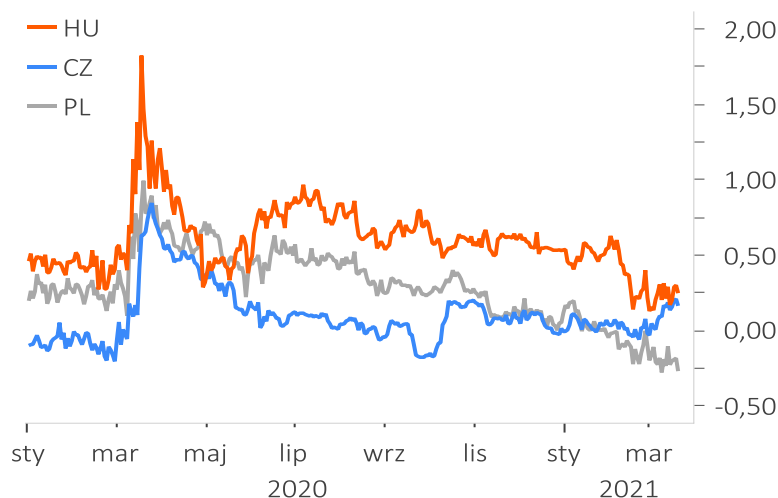
- Oczekiwane dalsze umocnienie dolara powinno negatywnie odbić się na walutach CEE w tym tygodniu. Złotemu ciężą też opcje walutowe, prawdopodobnie otwierane jako zabezpieczenie przez przeceną złotego w okolicach orzeczenia Sądu Najwyższego dot. hipotecznych kredytów walutowych. Zabezpieczanie tych pozycji (tj. delta hedging) prawdopodobnie było jednym z powodów przeceny PLN w marcu.
- Według naszych szacunków złoty jest już jednak obecnie silnie niedowartościowany wobec euro. Nasz model relative value określający poziom równowagi €/PLN na podstawie innych zmiennych rynkowych (np. swapów) wskazuje, że kurs powinien być bliżej 4,45 – por. wykresy pod koniec dokumentu. Skala niedowartościowania złotego jest już na tyle duża, że powinna ograniczyć pole do wzrostu pary €/PLN. Dlatego naszym zdaniem para wyhamuje wzrost pomiędzy 4,63, a 4,65. Gdy presja na umocnienie dolara opadnie, spodziewamy się dość szybkiego zejścia pary €/PLN poniżej 4,60.
- Złoty powinien kontynuować umocnienie w 2kw21. Wsparciem dla walut CEE powinno być stopniowe wychodzenie europejskiej gospodarki z trzeciej fali pandemii. Spodziewamy się też spadku ryzyka związanego z hipotecznymi kredytami walutowymi w kraju. Naszym zdaniem nadal najbardziej realnym scenariuszem są ugody banków z klientami i konwersja kredytów na PLN ze wsparciem NBP. Dlatego 2kw21 kurs €/PLN powinien wrócić poniżej 4,55.

Rynek długu – dalsza kompresja asset swapów.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

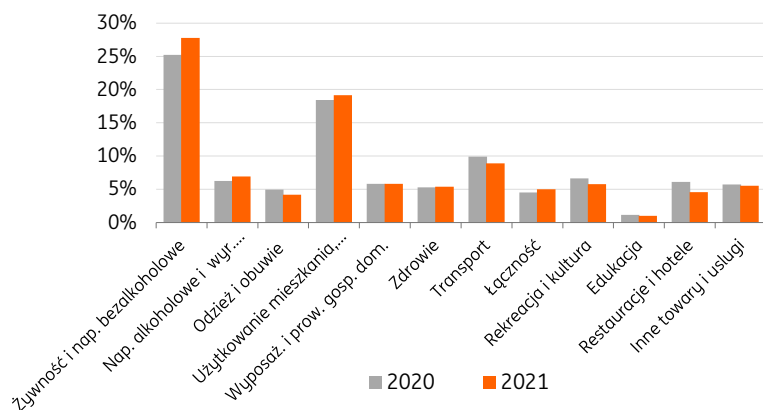


POLGBs:

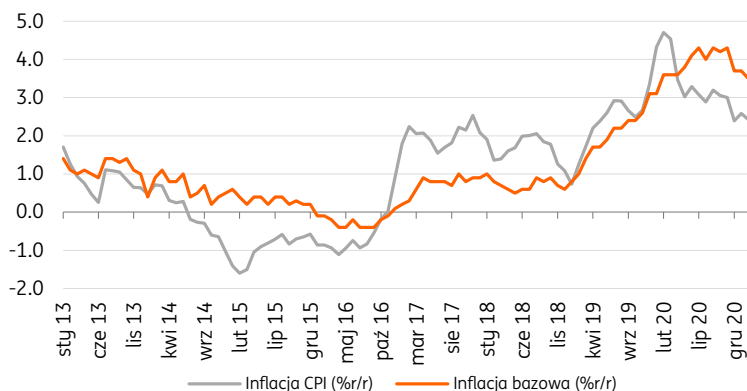
- W tym tygodniu oczekujemy zawężenia spreadu POLGBs wobec krzywej niemieckiej, a także zawężenia asset swapów.
- Decyzja Fed o nieprzedłużeniu ulgi wyłączającej obligacje oraz nadwyżki depozytów w Fed z podstawy wyliczenia uzupełniającej dźwigni finansowej powinna wspierać oczekiwania na relatywnie szybkie podwyżki stóp w USA. To z kolei oznacza presję na wzrost rentowności na rynkach bazowych i potencjalnie złotych swapów.
- Do sprzedawania krajowych obligacji skarbowych zniechęcają natomiast ostatnie komentarze z RPP wskazujące, że nadmierne osłabienie SPW jest niekorzystne dla odbudowy koniunktury. Nastawienie Rady wydaje się potwierdzać bardziej agresywny skup obligacji podczas ostatniej aukcji NBP.
- Wzrost rentowności na długim końcu i środku krzywej powinien jednak się utrzymać w dłuższym terminie. Odzwierciedla to sytuację na rynkach bazowych m.in. z uwagi na duże poluzowanie fiskalne w USA. Inwestorzy mogą też zakładać, że NBP będzie musiał dość mocno podnieść stopy w dłuższym okresie, aby odpowiedzieć na wysoką presję inflacyjną.
- Jednocześnie jednak 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.

CPI w lutym niższa od oczekiwań, pomogła zmiana wag.

Wagi wybranych kategorii dóbr i usług w koszyku CPI



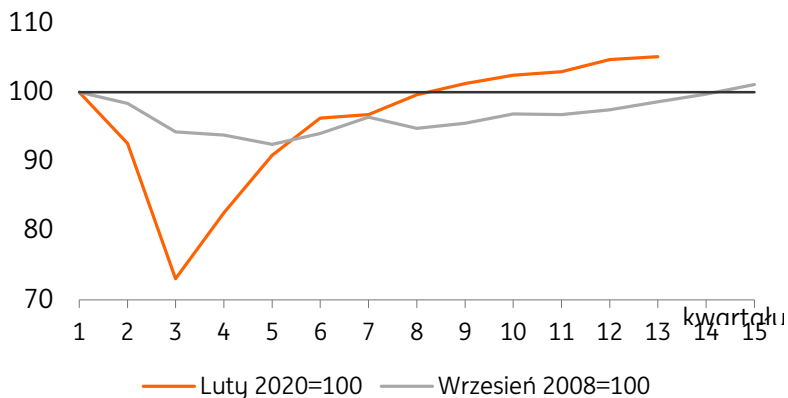
Przebieg inflacji w Polsce



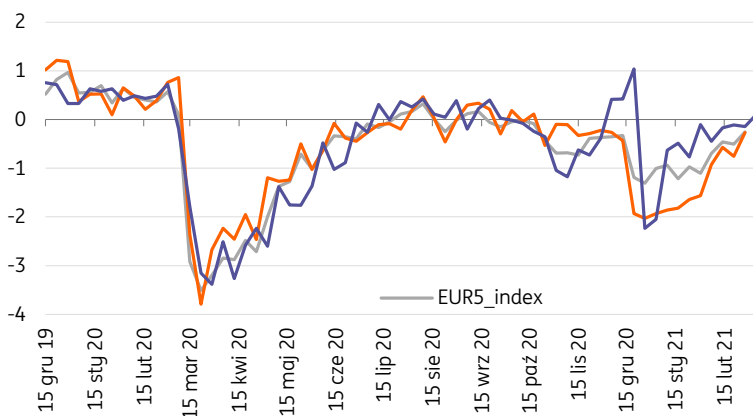
- W lutym inflacja w Polsce spadła do 2,4%/r wobec 2,6% w styczniu (styczeń zrewidowano z 2,7%/r do 2,6%). Niższy wzrost cen to w dużej mierze efekt niższego niż w styczniu wzrostu cen energii (4,1%/r wobec odpowiednio 6,1%). Obniżyła się też inflacja bazowa. Szacujemy, że do 3,5%/r w lutym wobec 3,7% w styczniu i grudniu. GUS publikując dane za luty skorygował wagi w koszyku CPI do struktury konsumpcji w 2020 r. Tak jak się spodziewaliśmy, w koszyku wzrósł udział cen żywności kosztem cen usług. Pomogło to obniżyć odczyt CPI za styczeń.
- Wzrost cen żywności (0,8%/r w styczniu i 0,6%/r w lutym) jest wyraźnie niższy niż cen usług (7,4%/r w styczniu i 7,0%/r w lutym). Co więcej, tempo cen usług na początku roku jest ok. 1pp wyższe niż w grudniu. To po części efekt rosnących cen łączności, m.in. związany z wyższym abonamentem RTV. Spadek inflacji bazowej w lutym (do 3,5%/r z 3,7%/r) oceniamy jako ograniczony. Jest on zasługą mocnego efektu bazy z lutego 2020, ale zważywszy na skalę spowolnienia w 2020, tempo hamowania inflacji bazowej nie jest duże.
- Naszym zdaniem niższy wzrost cen w początku roku jest przejściowy. Inflacja bazowa będzie hamować w ograniczonym stopniu, z jednej będą działać opóźnione efekty recesji, ale z drugiej widać presję cenową w globalnych łańcuchach dostaw. Widzimy także ryzyko po wyższej stronie dla cen surowców, tj. paliw i metali. W kolejnych miesiącach przestanie też działać niska baza dla cen żywności i cen paliw. Szacujemy, że średnioroczna inflacja w 2021 wyniesie 3,2-3,4%/r, co jednak nie zmienia naszego podejścia wskazującego, że Rada utrzyma niezmienną stopy do końca kadencji (połowa 2022 roku).

Kolejna fala Covid-19 nakazuje ostrożność w szacunku PKB.

Odbudowa przemysłu po kryzysach w latach 2008 i 2020



ING WAI, indeksy bieżącej aktywności gospodarczej (znormalizowane)



- Mamy już komplet krótkookresowych twardych danych z polskiej gospodarki za luty. Na minus zaskoczyła produkcja sprzedana przemysłu, wzrosła o 2,7%/r, rynek oczekiwał +4,5%. To m.in. efekt zaburzeń w łańcuchach dostaw, w tym w dostępie do chipów, co pociągnęło produkcję pojazdów samochodowych. Naszym zdaniem oczekiwane odbicie w światowym PKB i przesunięcie popytu z niedostępnych usług implikują jednak dobre perspektywy dla tego sektora. Pomoże duża na tle regionu geograficzna i produktowa dywersyfikacja produkcji.
- Ostrzejsza zima odbiła się na wynikach produkcji budowlano-montażowej, która w lutym spała aż o 16,9%/r (konsensus zakładał -9,5%). Największe pogorszenie zanotowano w przypadku wznoszenia budynków. To efekt ostrzejszej niż w ubiegłym roku zimy.
- 3,1%/r spadek sprzedaży w lutym po 6,0% spadku w styczniu był bliski oczekiwaniom. Wyplaceniemu spadku pomogło otwarcie galerii handlowych. Polacy w lutym ruszyli kupować odzież i obuwie, których sprzedaż wzrosła o 12,9%/r wobec 40,8%/r spadku w styczniu. Utrzymuje się też popyt na meble oraz sprzęt RTV i AGD.
- Marzec powinien przynieść poprawę dynamik w ujęciu r/r, pomimo trzeciej fali pandemii i zaostrzonych ograniczeń administracyjnych. To jednak bardziej efekt niskiej bazy z ubiegłego roku. Wciąż widzimy ryzyka dotyczące momentu odbicia w strefie euro oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw w związku z kolejną falą Covid-19. Dlatego pozostajemy ostrożni w szacunkach wzrostu PKB w Polsce za 1kw21. Utrzymujemy prognozę zmiany PKB bliskiej 0% w ujęciu kw/kw. Zakładamy, że dopiero postęp szczepień i rozluźnienie restrykcji przyniesie odbicie, silniejsze w 2poł21.

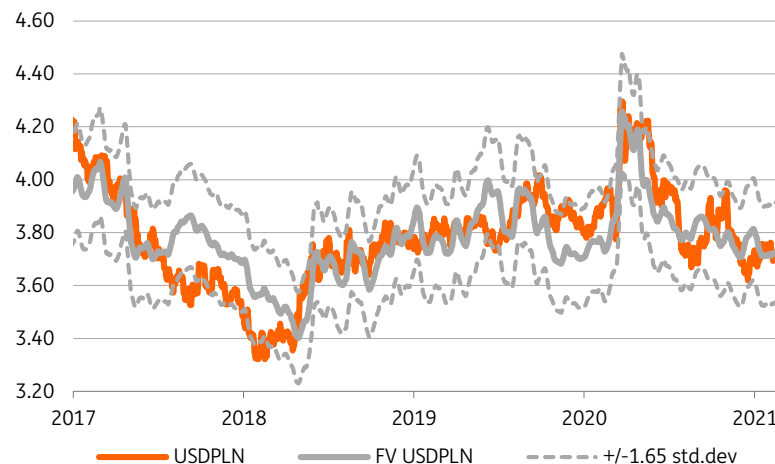
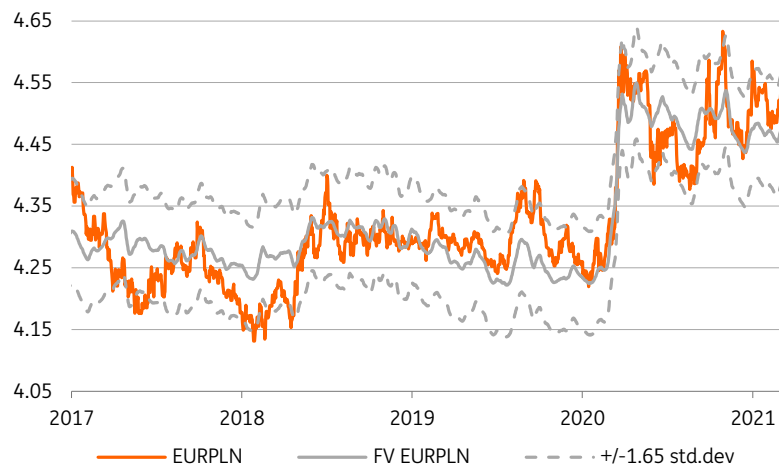
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22
US\$/PLN	3.74	3.70	3.66	3.64	3.62	3.60	3.52	3.44	3.36	3.38	3.39	3.41
€/PLN	4.51	4.49	4.47	4.46	4.44	4.43	4.41	4.39	4.37	4.38	4.38	4.39
CHF/PLN	4.15	4.11	4.06	4.03	3.99	3.96	3.90	3.85	3.80	3.81	3.81	3.82
GBP/PLN	5.16	5.18	5.20	5.20	5.21	5.21	5.19	5.16	5.14	5.17	5.20	5.23

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 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.