

Tygodnik ING

Nowa ścieżka €/US\$. RPP utrzyma łagodne nastawienie mimo narastania presji inflacyjnej.

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

6 kwietnia 2021



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



W skrócie

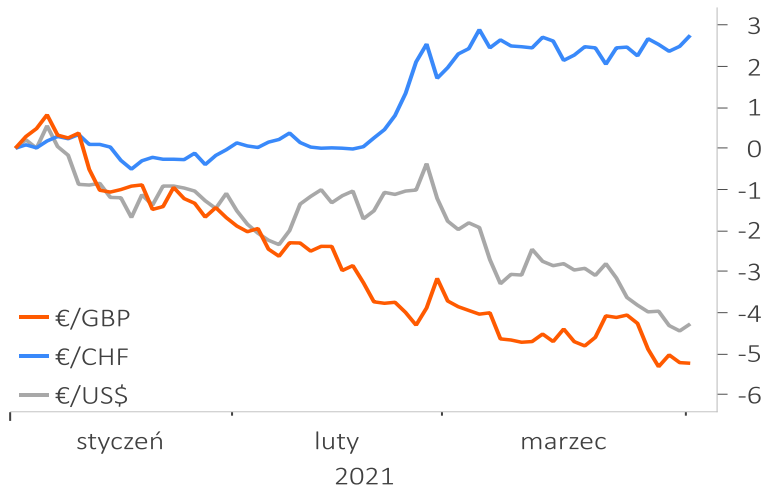
- W okresie tuż przed i zaraz po Świątach zmiany na rynkach bazowych nie były szczególnie duże. Kurs €/US\$ przesunął się z 1,17 na 1,18. Osłabienie dolara to prawdopodobnie efekt dobrych nastrojów na rynkach np. akcji. Dane z USA, w tym piątkowe payrolls, zaskakiwały na plus, potwierdzając szybkie odbicie w gospodarce. Na amerykańskim rynku długu w tym okresie zmiany rentowności były niewielkie, a handel Bundami zaczyna się dopiero dziś. Dużo jednak działa się w przypadku złotego. Kurs €/PLN cofnął się z około 4,67 do 4,59. Może to mieć związek z wygaśnięciem części opcji otwieranych przed orzeczeniami Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych. W okresie niskiej płynności spadek kursu prawdopodobnie nie wymagał dużych obrotów, podobnie jak wcześniejsze wzrosty. POLGBs osłabiły się jeszcze przed świętami, wraz z ponownym wzrostem złotych IRS. Na przełomie miesiąca zmiany na rynku były minimalne.
- Do końca tygodnia nie spodziewamy się dużych zmian kursu €/US\$. Najprawdopodobniej najważniejsze dane, tj. ISM z USA poznaliśmy już wczoraj. Większe szanse widzimy na dalszy wzrost pary €/US\$ do 1,1850. Solidne dane z amerykańskiej gospodarki nadal kontrastują bowiem z wysoką trzecią falą zachorowań w Europie.
- Na dalszą część roku zdecydowaliśmy się jednak zmienić ścieżkę €/US\$ – konsekwencje dla pary US\$/PLN prezentujemy w tabeli na przedostatniej stronie. Spodziewamy się, że w 2poł21 dolar znajdzie się pod presją. Perspektywa przyspieszenia szczepień w 2kw21, oznacza nieodległe otwarcie europejskich gospodarek. Z kolei w USA poluzowanie fiskalne powinno skutkować pogłębieniem się deficytu handlowego, a zapowiadane podwyżki podatków mogą wywołać odpływ kapitałów z amerykańskiej gospodarki. Silna poprawa koniunktury w USA przybliży jednak również moment podwyżek stóp Fed.
- Na bazowych rynkach długu spodziewamy się niewielkich wzrostów rentowności. W kalendarium nie ma w najbliższych dniach kluczowych danych, ale wycenom i tak powinna ciążyć perspektywa dużych podaży długu na sfinansowanie gigantycznych pakietów fiskalnych w głównych gospodarkach. Rozkład planowanych emisji obligacji i zakupów EBC wskazuje, że w kwietniu może dojść do rozszerzenia się spreadu między rentownościami obligacji amerykańskich i niemieckich.
- Deficyt sektora finansów publicznych wyniósł tylko 6,9% PKB – dużo mniej od oczekiwań. W 2021 r. wyniesie on 5,4% PKB, czyli niewiele mniej. Emisje POLGBs pozostaną jednak niskie (PLN148mld uwzględniając aukcje zamiany), m.in. ze względu na SURE.

Kalendarz makroekonomiczny

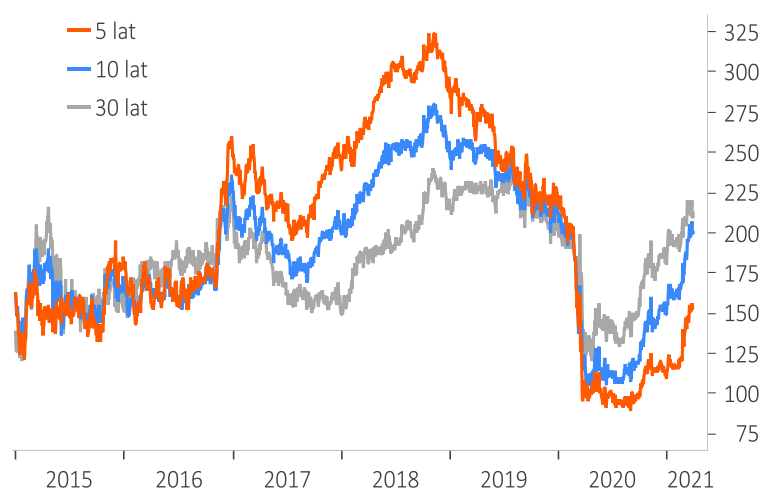
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
7 IV	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
8 IV	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	III	-1,0%	1,2%	1,4%
9 IV	Niemcy	9:00	Produkcja przemysłowa m/m	III	0,0%	1,5%	-2,5%

Rynki walutowe – Nowa ścieżka €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

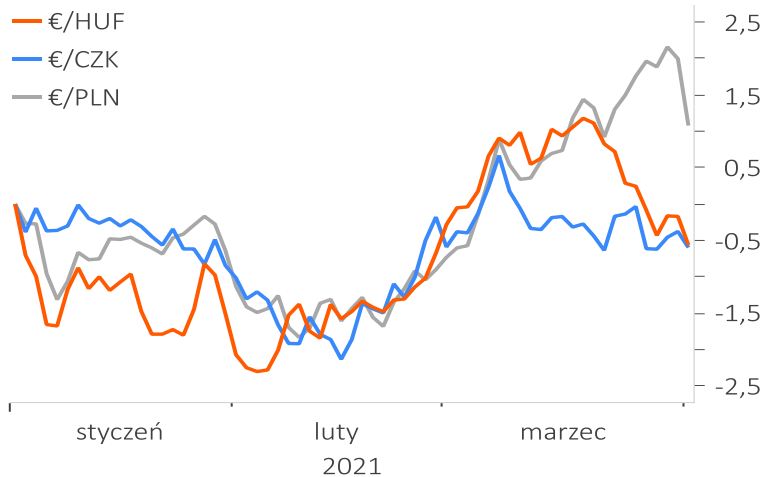


€/US\$:

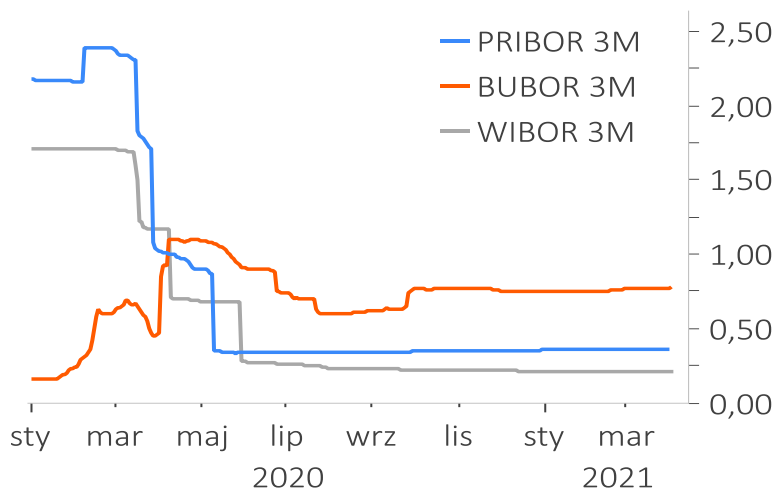
- Do końca tygodnia para powinna znaleźć się w trendzie bocznym. Najprawdopodobniej najważniejsze dane z początku kwietnia, tj. ISM z USA poznaliśmy już wczoraj. Większe szanse widzimy na dalszy wzrost pary €/US\$ do 1,1850. Solidne dane z amerykańskiej gospodarki nadal kontrastują z wysoką trzecią falą zachorowań w Europie.
- Utrzymuje się jednak relatywnie dobra sytuacja na rynkach, co na ogół dolarowi nie pomaga. Dolar dość słabo reagował też na publikowane ostatnio dane z amerykańskiej gospodarki, które zaskoczyły zdecydowanie na plus.
- Zmieniamy ścieżkę pary €/US\$ na 2021-22. W naszej ocenie skala wzrostu pary w 2kw21 będzie wyraźnie niższa niż zakładaliśmy dotychczas – 1,22 na koniec kwartału zamiast 1,25. Perspektywa znacznego przyspieszenia szczepień w 2kw21, oznacza nieodległe otwarcie europejskich gospodarek. Inwestorzy liczą też na pogorszenie bilansu handlowego USA. Silna poprawa koniunktury w USA wspiera jednak oczekiwania na moment rozpoczęcia podwyżek stóp przez Fed i to w naszej ocenie będzie hamować osłabienie dolara w tym roku.
- Uważamy, że Fed może być zmuszony do szybszego zacieśnienia swojej polityki już w 2022, czyli wcześniej niż obecnie sugerują projekcje FOMC. Powodem takiej decyzji będzie naszym zdaniem gigantyczny impuls fiskalny, którego efekty, m.in. w postaci presji inflacyjnej obserwować będziemy także w przyszłym roku. W efekcie pod koniec 2022 para €/US\$ może znów zbliżyć się do 1,22. Dotychczas zakładaliśmy raczej 1,25.

Rynki walutowe – Nadal podwyższona zmienność złotego.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

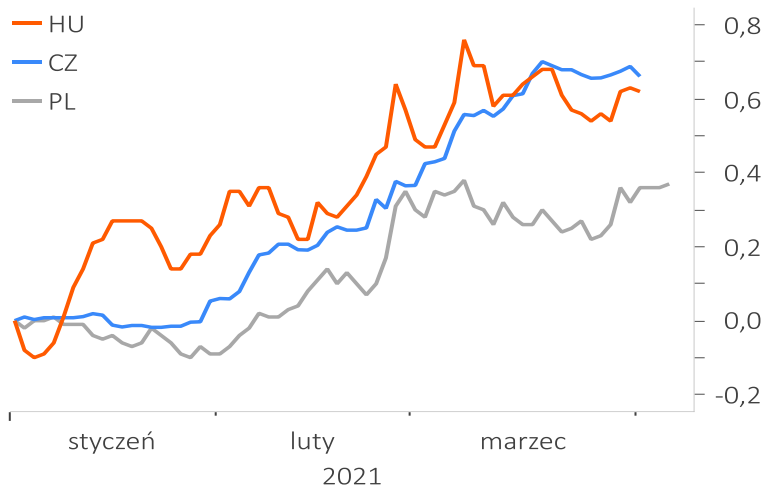


€/PLN:

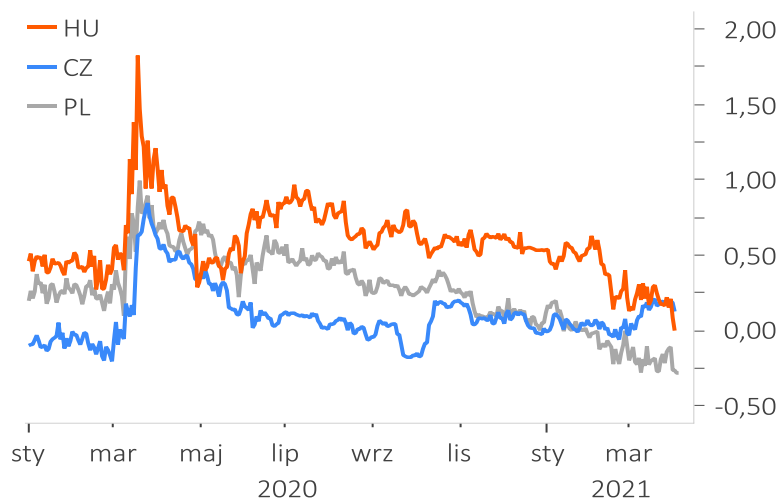
- W tym tygodniu złoty powinien wrócić do 4,63-65. Czekamy na orzeczenia Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych (13 i 15 kwietnia). Nie da się wykluczyć, że pojawią się przed nim nowe opcje / zabezpieczenia. Płynność może pozostać natomiast niższa.
- Istotne znaczenie dla rynku mogą mieć wypowiedzi prezesa NBP, jeśli odniesie się do wsparcia NBP w procesie konwersji kredytów na PLN. Szczególnie z punktu widzenia inwestorów zagranicznych niejasne jest, czy bank centralny - mając na celu utrzymanie słabego złotego - zdecyduje się na pełne czy tylko częściowe wsparcie instytucji komercyjnych w przewalutowaniu kredytów na PLN. Naszym zdaniem już przy obecnych poziomach złotego CPI pod koniec tego roku przekroczy 4%/r.
- Dlatego w drugiej połowie miesiąca oczekujemy raczej zejścia kursu do 4,55. Naszym zdaniem, spadek niepewności związanej z kredytami frankowymi powinien pozwolić na powrót pary do poziomów bardziej odpowiadających sytuacji fundamentalnej w kraju, np. nadwyżce handlowej. Co więcej wg naszych szacunków złoty jest już jednak 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.
- Pod koniec roku para €/PLN powinna sięgnąć nawet 4,40. Spadkowi pomóc powinna zarówno solidna koniunktura w kraju, jak i osłabienie dolara, które jest na ogół korzystne dla walut CEE.

Rynek długu – niższe asset swapy przy osłabieniu SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

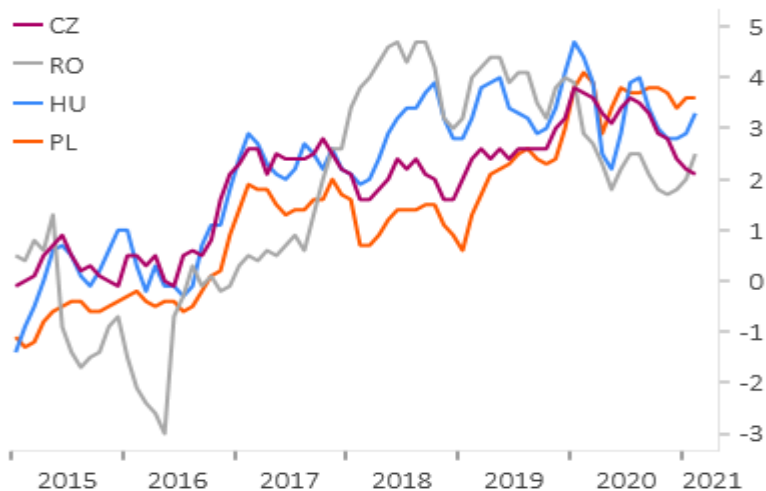


POLGBs:

- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego zawężenia złotych asset swapów. W segmencie 10 lat są one znów na historycznych minimach, ale naszym zdaniem dojdzie do utworzenia nowych.
- Na bazowych rynkach długu spodziewamy się niewielkich wzrostów rentowności. Wycenom powinna ciążyć perspektywa dużych podaży długu na sfinansowanie gigantycznych pakietów fiskalnych w głównych gospodarkach, jak i np. oczekiwania na odbicie koniunktury w Europie wraz z postępowaniem szczepień. Powinno to pociągnąć za sobą wzrost złotych stawek swap.
- Spodziewamy się, że RPP utrzyma łagodne nastawienie podczas posiedzenia w tym tygodniu. Do inwestorów przemawia jednak istotne ryzyko wzrostu CPI ponad 4% r/r w tym roku. Powinni więc zakładać, że albo Rada zmuszona będzie zmienić nastawienie, albo do podwyżek dojdzie tuż po wygaśnięciu jej kadencji.
- Wzrost rentowności POLGBs powinny jednak hamować oczekiwania, że NBP utrzyma bardziej agresywny skup obligacji, tj. tak jak widzieliśmy na ostatnim przetargu. Nadal też spodziewamy się, że rząd sfinansuje istotną część potrzeb pożyczkowych poza rynkiem.
- Tym niemniej wzrost rentowności POLGBs pozostaje naszym głównym scenariuszem na resztę roku, choć prawdopodobnie będzie towarzyszyć mu zawężenie spreadów wobec krzywej niemieckiej. Odzwierciedla to sytuację na rynkach bazowych m.in. duże poluzowanie fiskalne w USA.

NBP – stabilne stopy mimo podwyższonej inflacji.

HICP (%r/r) w państwach CEE



Inflacja bazowa (HICP, %r/r) w państwach CEE



- Spodziewamy się, że podczas posiedzenia RPP we środę nie dojdzie do zmian polityki – to już jednak wycenia rynek. Ważniejsze będą komunikat po posiedzeniu oraz konferencja Prezesa A.Głapińskiego w piątek, zwłaszcza:

Stosunek Rady do ostatnich zaskoczeń inflacją

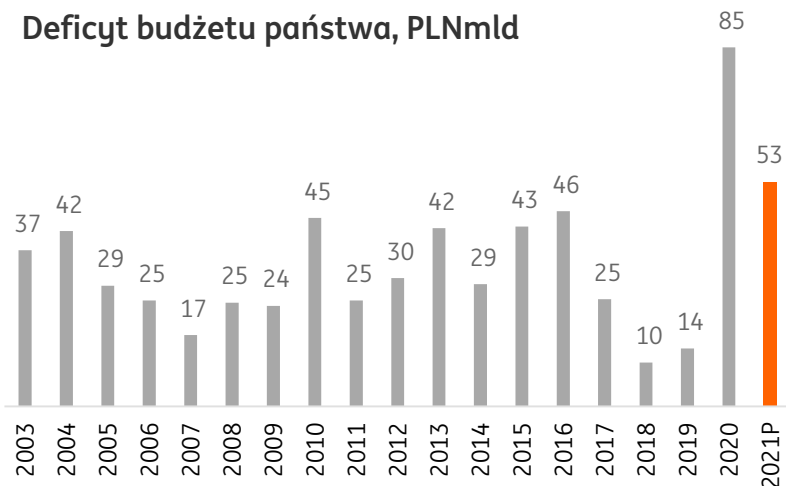
- W naszej ocenie członkowie RPP pozostają zdeterminowani do utrzymania łagodnej polityki pieniężnej uznając ją za konieczne wsparcie odbudowy koniunktury w tym roku. Utrzymanie inflacji w ryzach nie stanowi teraz dla nich priorytetu, nawet w perspektywie jej wzrostu ponad 4%/r pod koniec roku. W komunikacie po posiedzeniu określą ten wzrost najprawdopodobniej jako przejściowy, szczególnie, że efekty bazy powinny ograniczać dynamikę CPI w 2022. Rada prawdopodobnie powtórzy też, że za wzrostem cen stoją czynniki poza jej kontrolą. Pierwszej podwyżki stóp procentowych spodziewamy się najwcześniej w 2022, już po zaprzysiężeniu nowego składu RPP.

Udział NBP w konwersji kredytów frankowych na PLN

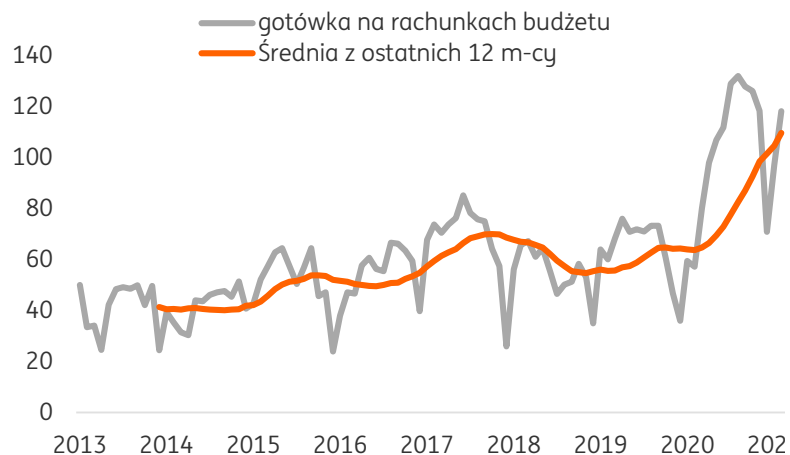
- Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem będą ugody banków obejmujące konwersję kredytów na PLN. Spodziewamy się, że dokonają się one jednak nie na rynku, a poprzez NBP (choć po rynnowym kursie). Pozwoli to ograniczyć presję na złoto, szczególnie, że już przy obecnym kursie inflacja pozostanie bardzo wysoka. Nie wiemy jednak, czy Prezes A.Głapiński odniesie się do tego zagadnienia już w tym tygodniu i na ile dokładnie nakreśli stanowisko NBP. Inwestorzy są zdezorientowani, szczególnie, że jeden z banków ogłosił zamknięcie związanej z tym pozycji walutowej. Dlatego ewentualne komentarze prezesa NBP mogą wywołać skokowe zmiany na rynku walutowym.

Budżet: w 2021 deficyt spadnie z 6,9 na 5,4% PKB

Deficyt budżetu państwa, PLNmld



Rezerwy gotówkowe Ministerstwa Finansów, PLNmld



- 6,9% PKB wyniósł deficyt finansów publicznych w 2020 wg metodologii unijnej - dużo mniej niż założono w ustawie budżetowej (12% PKB) i mniej niż prognozowaliśmy (8% PKB). To naszym zdaniem wynik niższych wydatków funduszy pozabudżetowych na przeciwdziałanie Covid-19 w ub. roku. Rząd zrobił też sporo zakładek na wydatki w 2021 (m.in. na 13 i 14 emerytury). Zwiększyły one wydatki budżetu w roku ubiegłym, ale w deficycie zobaczymy je dopiero w 2021.
- Spodziewamy się, że w 2021 deficyt finansów publicznych wyniesie ok. 5,4% PKB (PLN130mld). Naszą prognozę opieramy na następujących założeniach:
 - Dochody podatkowe będą o wyższe o PLN20mld od założonych a wydatki o PLN10mld niższe. Co roku rząd nie realizuje 1-3% wydatków. Dochody podatkowe z kolei już w 2020 okazały się ok. 20 mld wyższe niż zaplanował rząd, co daje lepszą bazę do ich generowania w 2021.
 - Dodatkowo, budżet pozyska PLN17mld z likwidacji OFE, których nie ujęto w ustawie budżetowej). To z pewnością zmniejszy deficyt kasowy.
 - Deficyt funduszy pozabudżetowych wyniesie ok. PLN25mld, na 13. i 14. emerytury oraz inwestycje infrastrukturalne.
 - Tarcze antykryzysowe finansowane z BGK pochłoną ok. PLN30mld, co również podniesie deficyt.
 - PFR wyda ok. PLN30mld, ale tylko PLN10mld to umorzenia pożyczek, które podwyższają deficyt.
 - Samorządy odnotują ok. PLN5mld nadwyżki a sektor ubezpieczeń społecznych będzie zbilansowany.
- Dodatkowo zakładamy, że w trakcie roku pojawią się nowe propozycje wydatkowe mające na celu stymulację koniunktury na kwotę ok. PLN10mld, sfinansowane deficytem funduszy pozabudżetowych.

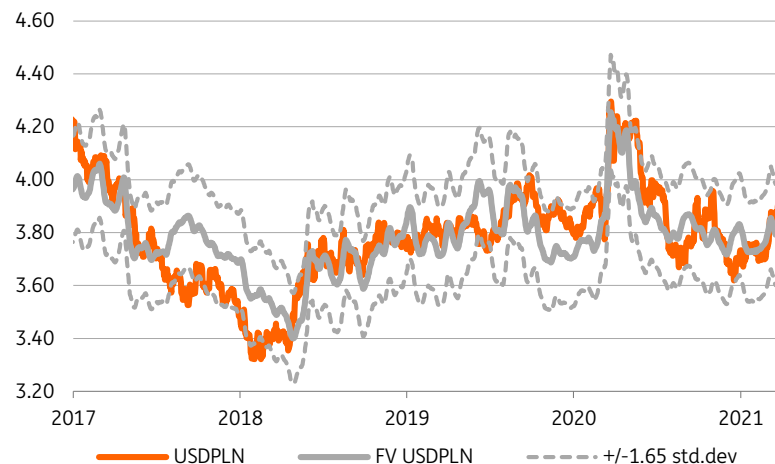
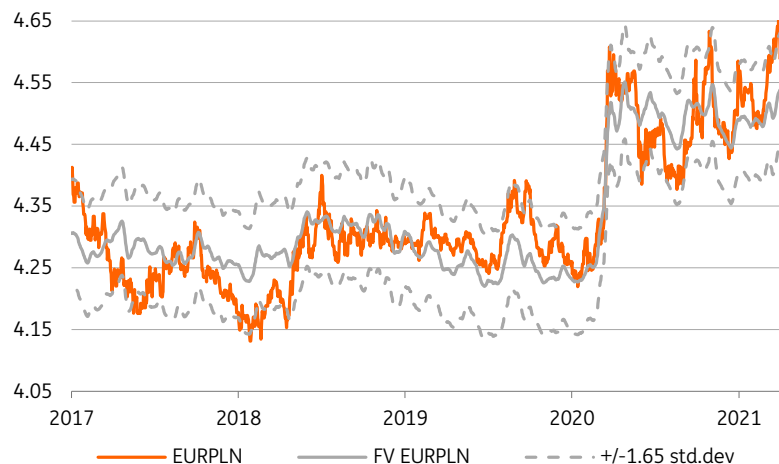
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22
US\$/PLN	3.78	3.70	3.66	3.61	3.56	3.52	3.48	3.44	3.44	3.45	3.45	3.48
€/PLN	4.56	4.52	4.50	4.47	4.45	4.43	4.42	4.40	4.41	4.41	4.42	4.42
CHF/PLN	4.17	4.11	4.06	4.02	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.84	3.84	3.85
GBP/PLN	5.27	5.26	5.25	5.24	5.24	5.22	5.20	5.18	5.20	5.23	5.26	5.29

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Mimo dużego spadku pary €/PLN na przełomie miesiąca złoty pozostaje istotnie niedowartościowany wobec euro. Niedowartościowanie wobec dolara ciągle występuje, ale ma mniejszą skalę.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Mimo ich wzrostu w tym roku skala ruchu w przypadku swapów była jeszcze większa. To prawdopodobnie efekt operacji NBP, hamujących osłabienie papierów.



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.