

Tygodnik ING

Rynki czekają na orzeczenie ws kredytów walutowych.
Wyjście z recesji przed końcem krajowych lockdownów.

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

27 kwietnia 2021



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



W skrócie

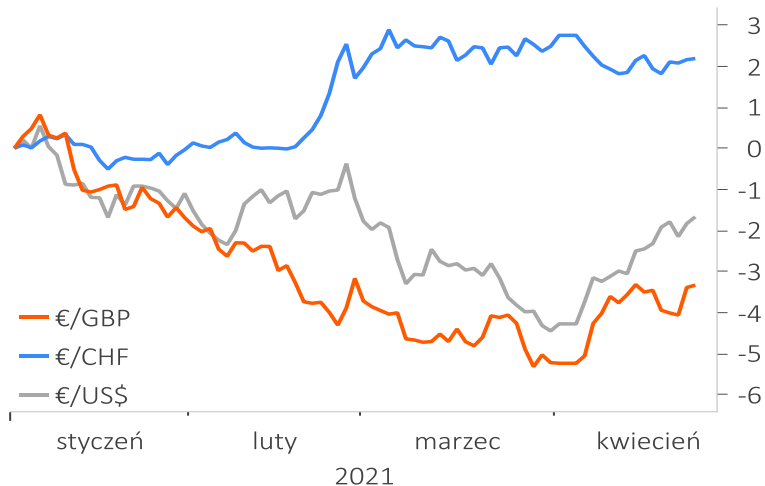
- Ubiegły tydzień przyniósł dalsze osłabienie dolara, kurs €/US\$ wzrósł z 1,1980 ponad 1,21. Osłabienie na krótko zatrzymały gorsze nastroje na rynkach akcji, wywołane nieoficjalnymi doniesieniami, że J.Biden chce zaproponować niemal podwojenie podatku od dochodów kapitałowych. Presja na złotego utrzymała się najprawdopodobniej w oczekiwaniu na orzeczenie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w sprawie hipotecznych kredytów walutowych w ten czwartek. Wzrost pary €/PLN ograniczył jednak słabszy dolar – kurs zbliżył się do 4,57, wzrost €/US\$ w piątek wieczór pozwolił na powrót do 4,55.
- Na bazowych rynkach długu praktycznie bez zmian. Inwestorzy najprawdopodobniej zastanawiają się na ile wyceniony jest już scenariusz reflacji. Dochodzi do tego ryzyko korekty na giełdach, szczególnie w USA, np. z uwagi na szczyt PKB i propozycje podatkowe J.Bidena. W Polsce rentowności podniosły się, co jednak wynika ze wzrostu stawek swap oraz z czyszczenia portfeli przed aukcją sprzedaży MF.
- W tym tygodniu zachowanie rynków powinno zdeterminować posiedzenie Rezerwy Federalnej w środę. Dane z USA od tygodni zaskakują na plus, budując oczekiwania na szybsze rozpoczęcie zacieśnienia polityki FOMC niż sugerowały dotychczasowe projekcje Komitetu. To tym bardziej wiarygodny scenariusz dla rynków, że swój program QE ograniczył w ubiegłym tygodniu Bank Kanady. Niekoniecznie musi to jednak prowadzić do większego umocnienia dolara. Jak wielokrotnie podkreślaliśmy scenariusz globalnego ożywienia po pandemii jest dla dolara niekorzystny. Nakłada się na to ryzyko ucieczki kapitałów z USA przed zmianami w podatkach. Sugeruje to raczej utrzymanie dolara w trendzie bocznym, który będzie tylko przystankiem przed dalszym wzrostem pary w 2poł21.

Kalendarz makroekonomiczny

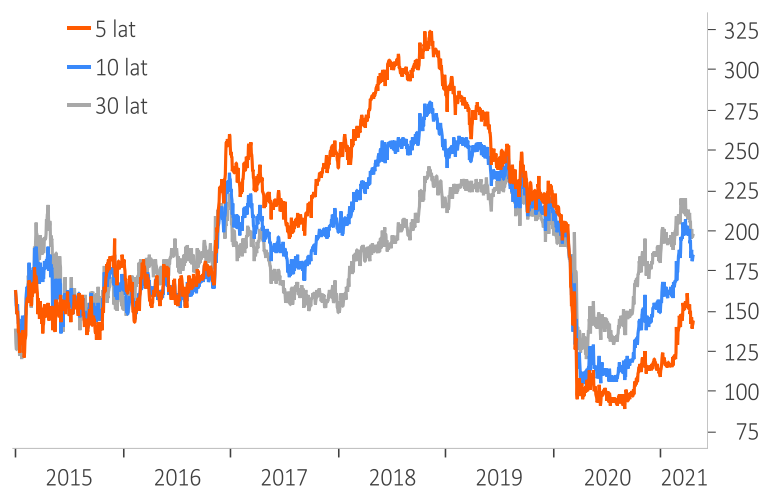
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
28 IV	USA	20:00	Posiedzenie FOMC		b.z.	b.z.	b.z.
29 IV	Polska		Decyzja Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości ws kredytów frankowych				
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	1kw	7,4%	6,1%	4,3%
30 IV	Niemcy	8:00	PKB r/r – wstępny szacunek	1kw	-1,7%	-1,5%	-2,7%
	Polska	10:00	CPI r/r – wstępny szacunek	IV	4,0%	-	3,2%
	Strefa euro	10:00	PKB r/r – wstępny szacunek	1kw	-1,9%	-	-4,9%
			HICP r/r	IV	1,7%	1,6%	1,3%
			Inflacja bazowa r/r	IV	1,2%	1,0%	1,0%

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

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

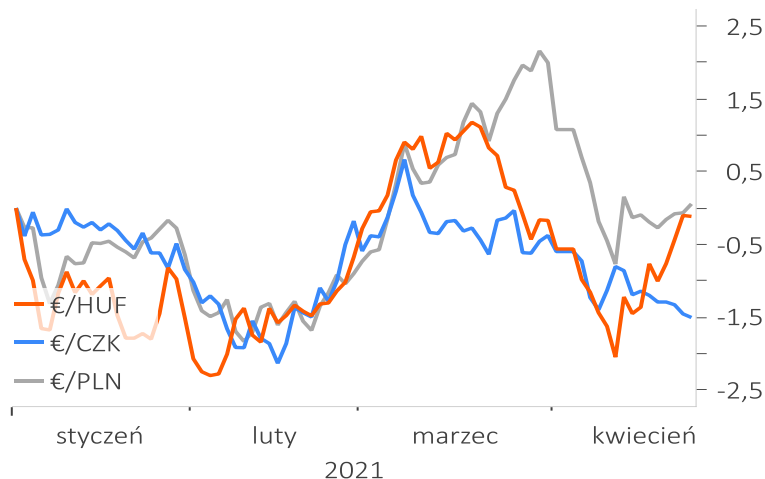


€/US\$:

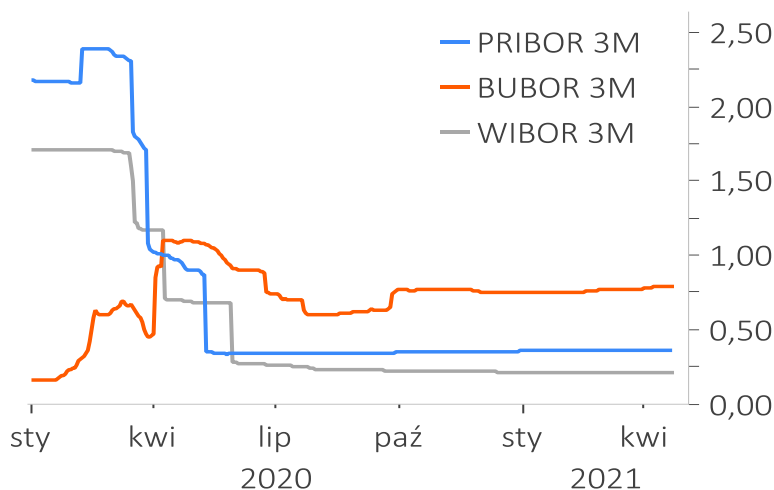
- Kurs €/US\$ od początku kwietnia pozostaje w trendzie wzrostowym, para podniosła się z 1,17 do 1,21. Odzwierciedla to oczekiwania na odbudowę globalnej koniunktury i powrót kapitałów na rynki wschodzące. Dlatego solidne dane z amerykańskiej gospodarki (np. ostatnie payrolls) nie przekładały się na umocnienie dolara.
- W tym tygodniu zachowanie rynków powinno zdeterminować posiedzenie Rezerwy Federalnej we środę. Przybliżający się moment normalizacji polityki Fed raczej nie przełoży się jednak na większe umocnienie dolara. Rynek od tygodni kieruje się scenariuszem: im lepiej (w gospodarce amerykańskiej a potem globalnej), tym mocniejszy będzie odpływ kapitałów z USA. Sugeruje to raczej utrzymanie dolara w trendzie bocznym, blisko 1,21. Najbliższe wsparcie to 1,20. Nie wykluczamy zejścia poniżej, ale nie dalej jak do 1,1950. W dalszym horyzoncie para powinna wracać do wzrostu, o ile na rynkach np. akcji nie dojdzie do korekty za sprawą obaw dot. podatków w USA. Wg doniesień prasowych nowe szczegóły poznamy w tym tygodniu.
- W naszej ocenie ruch na €/US dotrze do 1,25-27 na koniec roku. Według szacunków grupy ING dolar jest ciągle przewartościowany wobec euro, nawet biorąc pod uwagę, że Fed prawdopodobnie szybciej zdecyduje się zacieśnić swoją politykę, niż EBC. USA ciągle notują deficyt handlowy, który najprawdopodobniej tylko się pogłębi wraz z wchodzeniem w życie kolejnych elementów pakietu fiskalnego w USA (około 13% PKB nie wliczając diskutowanego pakietu infrastrukturalnego). Ważnym argumentem przeciw dolarowi są rosnące obawy o korektę albo przejście w trend boczny amerykańskiej giełdy.

Rynki walutowe – Powrót €/PLN bliżej 4,60.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

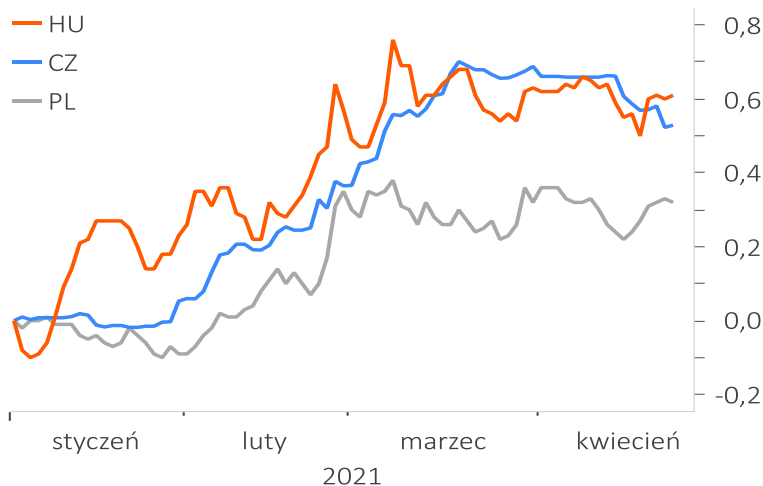


€/PLN:

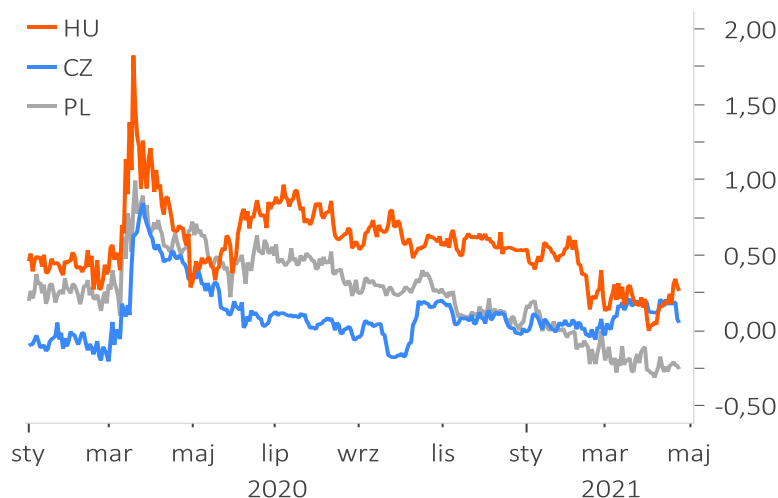
- Zachowanie złotego w ostatnich tygodniach wydaje się potwierdzać, że inwestorzy znów budują pozycje np. opcyjne w obawie przed konsekwencjami orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości ws hipotecznych kredytów walutowych. Kurs €/PLN słabo reagował na osłabienie dolara. Dostępne dane sugerują jednak, że skala tych pozycji jest znacząco niższa niż w marcu, gdy kurs dotarł prawie do 4,70.
- W końcówce miesiąca i prawdopodobnie na początku maja złoty pozostanie pod presją. Europejski Trybunał Sprawiedliwości jest na ogół bardzo prokonsumencki. Inwestorzy obawiają się, że konsekwencją jego orzeczenia będzie perspektywa dużych strat dla banków, co skłoni je do masowych ugód i domykania powstałej przez to pozycji (poprzez sprzedaż PLN za CHF). W maju z kolei w podobnym temacie wypowie się dwukrotnie Sąd Najwyższy. Dlatego zakładamy, że na przełomie miesiąca para €/PLN zbliży się do 4,60, o ile nie dojdzie do wzrostu €/US\$.
- Nasze szacunki wskazują, że złoty nie jest już niedowartościowany wobec euro ani dolara. Nie wycenia więc w istotnym stopniu ryzyka związanego z orzeczeniami (por. wykresy na przedostatniej stronie). Może to skłaniać do zajmowania krótkoterminowych pozycji przeciw złotemu, tym bardziej, że naturalny popyt eksporterów na złotego w dużym stopniu powinien być zostać zaspokojony w marcu.
- W naszej ocenie złoty powróci jednak do umocnienia, gdy tylko niepewność związana z kredytami frakowymi się wyjaśni. Pod koniec roku para €/PLN powinna zbliżyć się do 4,40, czyli poziomów spójnych np. z dużą nadwyżką handlową Polski.

Rynek długu – kompresja złotych asset swapów.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

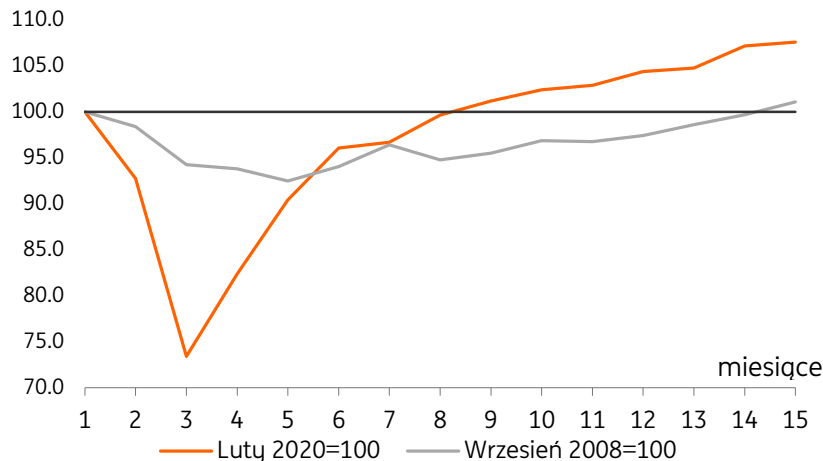


POLGBs:

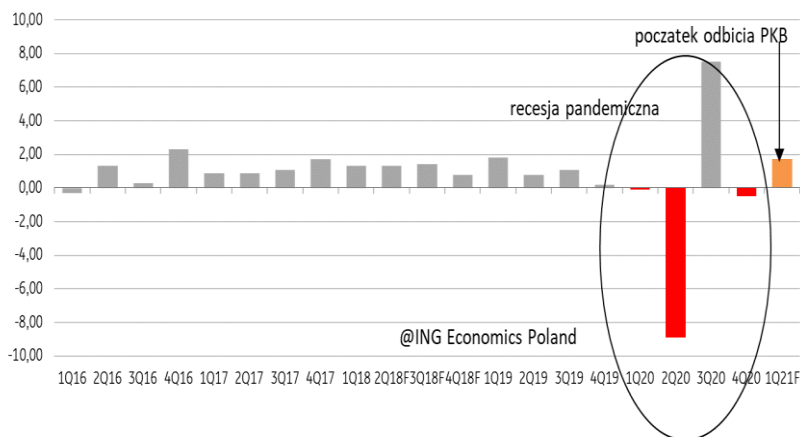
- W tym tygodniu zachowanie POLGBs powinno być wypadkową sytuacji na bazowych rynkach długu oraz aukcji odkupu obligacji przez NBP w czwartek.
- Publikowane w tym tygodniu dane z USA, czy strefy euro sugerują wzrost rentowności na rynkach bazowych. Mała reakcja rynku na dobre dane makro np. w zeszłym tygodniu sugeruje jednak, że również w najbliższych dniach nie należy spodziewać się dużych wzrostów rentowności. Obligacje wyceniły już zacieśnienie polityki np. Fed. Rosną natomiast obawy np. przed korektą na rynku akcji z uwagi na planowane zmiany podatków w USA i osiągnięcie szczytu przez PKB. W połączeniu z danymi z kraju (np. bardzo dobrymi danymi o aktywności za marzec) sugeruje to presję na wzrost złotych asset swapów.
- Ostatnie wypowiedzi np. Prezesa A.Głapińskiego sugerują, że bank centralny będzie kontynuować agresywny skup papierów. Operacje NBP wydają się nakierowane na wyhamowanie wzrostu rentowności POLGBs, a nie np. utrzymanie ich w spreadzie wobec krzywej niemieckiej. Sugeruje to więc zawężenie zarówno asset swapów, jak i spreadów wobec Bundu w tym tygodniu.
- Kompresja spreadu wobec krzywej niemieckiej może okazać się dominującym trendem na 2poł21. Ożywienie koniunktury wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z pandemii powinno ciągnąć w górę rentowności. W kraju dokłada się do tego perspektywa wysokiej inflacji (ponownie widzimy ryzyko w górę dla naszej podwyższonej już prognozy średniego CPI, tj. 3,6%/r w 2021). Powinno to ciągnąć w górę złote swapy, a operacje NBP hamować osłabienie POLGBs.

Polska: Wyjście z recesji przed końcem krajowych lockdownów. Prężny przemysł, usługi dotknięte pandemią.

Odbudowa produkcji po kryzysach w 2008 i 2020 r.



PKB Polski – zmiany kw / kw.



- Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w marcu o 18,9%/r przebił konsensus (+12,6%/r) i najbardziej optymistyczne prognozy. To nie tylko efekt niskiej bazy. Po odsezonowaniu produkcja przyspieszyła o 2,3%/m z 0,4% w lutym.
- Mocne odbicie to efekt m.in.: (1) silnego popytu zagranicznego, na co wskazują wyniki branż eksportowych (produkcja pojazdów samochodowych +54,3%/r, komputerów +42,3%/r, mebli +31,9%/r), (2) odbudowy popytu z Wielkiej Brytanii po Brexicie, (3) wciąż wysokiego popytu globalnie na trwałe dobra konsumpcyjne przy wciąż ograniczonym dostępie do usług, (4) możliwego restartu polskich firm zaopatrujących koncerny samochodowe, po przestojach spowodowanych niedoborami mikroprocesorów (z obawami, że ponownie zwolnią), (5) niskiej bazy z ub. roku.
- W marcu silnie wzrosła też sprzedaż detaliczna (o 15,2%/r). Po słabym lutym poprawiła się m.in. sprzedaż samochodów (+50,5%/r) czy odzieży (+90,3%/r). Pomogła niska baza z ubiegłego roku, ale także przejściowe otwarcie handlu. Z danych krótkookresowych słabsza była produkcja budowlana (-10,8%/r (konsensus -9,4%). Budownictwo później zareagowało na pandemii, w jego przypadku nie działa jeszcze niska baza z 2020.
- Po danych za marzec szacujemy, że spadek PKB w 1kw21 mógł wynieść około -0,9%/r wobec -2,7%/r w 4kw20. W ujęciu kw/kw oznacza to solidny wzrost o ok. 1,5-1,7%. Te bardzo mocne dane pokazują, że wyjście z recesji zaczęło się w Polsce zanim znieśliśmy krajowe lockdowny. Pomaga ożywienie popytu w Europie i w globalnym handlu poza UE. Sytuacja po sektorach jest bardzo zróżnicowana, przemysł dynamicznie rośnie, w usługach mamy historyczne załamanie. Widzimy ryzyko wyższego niż 4,5%/r wzrostu PKB, w całym 2021.

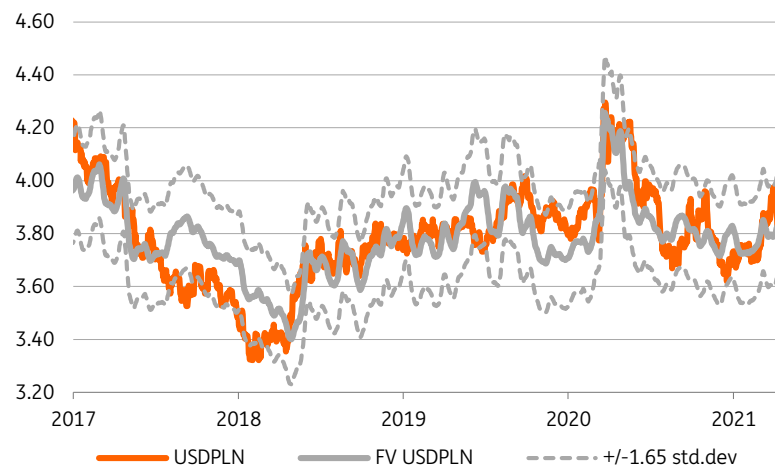
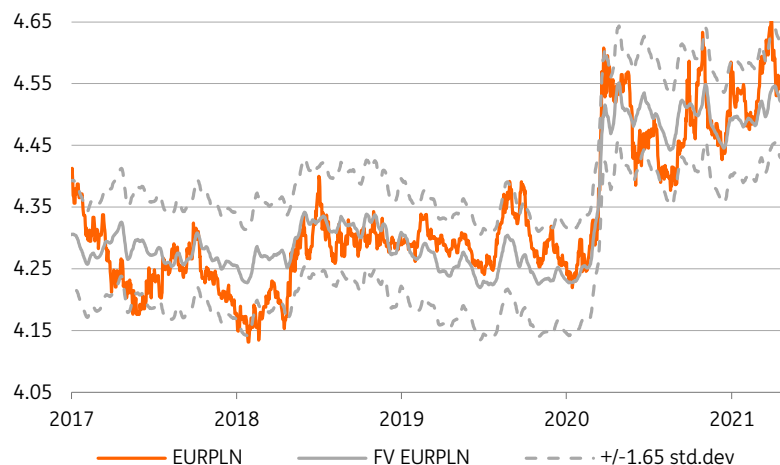
Prognozy walutowe

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	3.77	3.70	3.66	3.61	3.56	3.52	3.48	3.44	3.44	3.45	3.45	3.48
€/PLN	4.55	4.52	4.50	4.47	4.45	4.43	4.42	4.40	4.41	4.41	4.42	4.42
CHF/PLN	4.16	4.11	4.06	4.02	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.84	3.84	3.85
GBP/PLN	5.35	5.32	5.29	5.26	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.
- Po ostatnim spadku pary €/PLN złoty przestał być niedowartościowany wobec euro oraz dolara. Według wskazań naszego modelu złoty przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- 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.