

Tygodnik ING

Polski  ad może utrwalić inflacjogenną strukturę PKB.
Rynki czekają na wypowiedzi członków Fed.

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

17 maja 2021



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



W skrócie

- W ubiegłym tygodniu doszło do dalszych wzrostów rentowności zarówno na rynkach bazowych, jak i POLGBs. Inwestorów zaskoczył dużo silniejszy od oczekiwań wzrost inflacji w USA, prowadząc do silnego osłabienia papierów w połowie tygodnia. Pod jego koniec nastąpiła jednak korekta i umocnienie obligacji, szczególnie Treasuries. To prawdopodobnie skutek obaw, że koniunktura w USA jest blisko szczytu, więc Fed może zwlekać z podwyżkami stóp mimo rosnącej inflacji. Osłabienie POLGBs było nawet większe (ponad 10pb na długim końcu). Po serii komentarzy z RPP (w tym prezesa A. Glapińskiego) inwestorzy prawdopodobnie spodziewają się szybkiej zmiany retoryki NBP i zakończenia QE.
- Na rynku FX zmiany były mniejsze. Umocnienie dolara po ww. danych o CPI utrzymało się tylko dzień i para €/US\$ wróciła blisko 1,2150. Kurs €/PLN pogłębił natomiast spadek do 4,53. Naszym zdaniem to efekt domykania pozycji otwieranych w oczekiwaniu przed decyzją Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych – orzeczenie SN zostało odłożone najprawdopodobniej przynajmniej o miesiąc w oczekiwaniu na opinie m.in. NBP i KNF.
- W tym tygodniu uwagę rynku skupią prawdopodobnie wystąpienia członków FOMC, zwłaszcza ich reakcja na silny wzrost inflacji w USA. Dotychczas ich retoryka wskazywała, że nasilenie presji inflacyjnej jest przejściowe. W piątek poznamy też wskaźniki koniunktury w strefie euro. Spodziewamy się zaskoczeń na plus w usługach i przemyśle. Rozkład ryzyk wskazuje na wzrost kursu €/US\$ do technicznego oporu na 1,2240. N rynkach długu spodziewamy się dalszych wzrostów rentowności, przy jednoczesnym zawężeniu spreadu Treasuries do Bunda. W tym tygodniu oczekujemy pogłębienia spadku pary €/PLN do około 4,50. Kurs przełamał techniczne wsparcie 4,53-54, co powinno zachęcać do zajmowania krótkoterminowych pozycji na umocnienie złotego. Krajowej walucie powinien też pomóc oczekiwany wzrost kursu €/US\$. W naszej ocenie para €/PLN może nie być w stanie wybić się poniżej 4,50 do końca miesiąca.
- Oceniamy, że na obecnym etapie, Polski ład może podbić realne tempo wzrostu PKB w 2022 o ok. 0,5pp, przy założeniu uruchomienia zmian z PIT i tylko niewielkiej części programów infrastrukturalnych. Przy tych założeniach podbije to inflację o 0,2pp.

Kalendarz makroekonomiczny

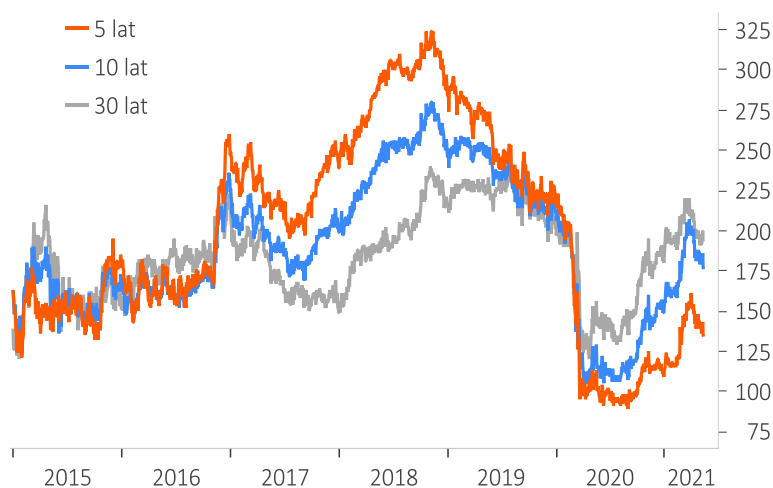
| Data | Kraj | Godzina | Wydarzenie | Okres | Prognoza ING | Konsensus | Poprzednio |
|------|-------------|---------|--------------------------------|-------|--------------|-----------|------------|
| 18 V | Strefa euro | 11:00 | PKB r/r - szacunek | I kw. | -1,8% | -1,8% | -1,8% |
| 19 V | USA | 15:00 | Minutes z posiedzenia FOMC | IV | | | |
| 21 V | Strefa euro | 10:00 | PMI – przetwórstwo przemysłowe | V | 63,3pkt. | 62,4pkt. | 62,9pkt. |
| | | | PMI - usługi | V | 52,5pkt. | 52,0pkt. | 50,5pkt. |

Rynki walutowe – Dalszy wzrost €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

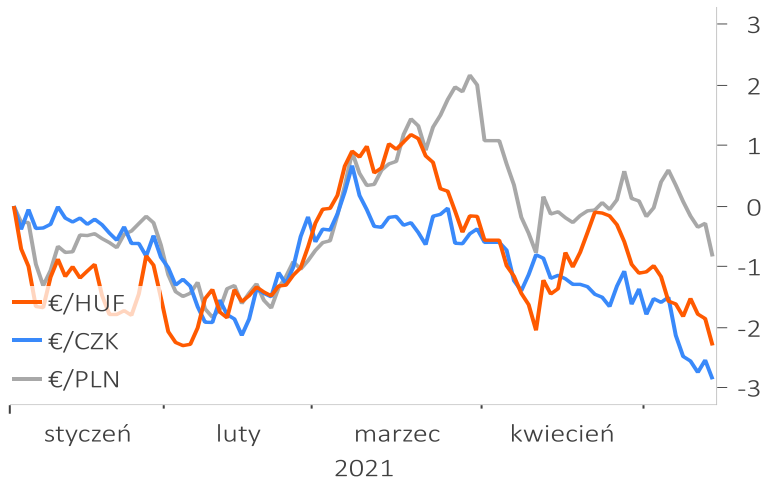


€/US\$:

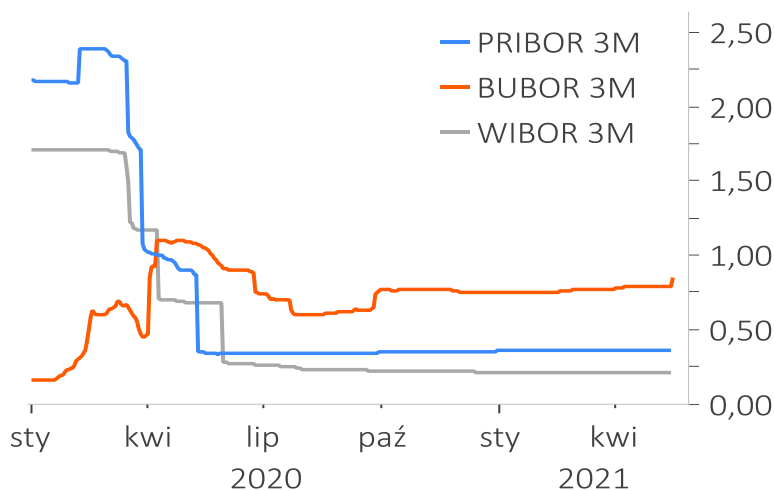
- W tym tygodniu uwagę rynków powinny skupić wystąpienia członków FOMC. Dotychczas Fed traktował wzrost inflacji w USA jako tymczasowy. Ostatnie dane pokazały jednak, że wzrost cen w USA jest dużo silniejszy od szacunków Fed. Minutes z posiedzenia komitetu w kwietniu będą mieć raczej małe znaczenie dla rynku.
- W piątek poznamy też wskaźniki koniunktury w strefie euro. Spodziewamy się zaskoczeń na plus w usługach i przemyśle. Rozkład ryzyk wskazuje na wzrost kursu €/US\$ do technicznego oporu na 1,2240.
- W naszej ocenie osłabienie dolara będzie mieć długotrwały charakter. Uważamy, że nawet szybsze podwyżki stóp Fed nie skompensują innych czynników sugerujących wzrost €/US\$. Zanika wyjątkowość USA jaką były szybsze szczepienia i wcześniejsze otwarcie gospodarki, a więc odbicie PKB, niż w reszcie świata.
- Koniunktura poza USA odbudowuje się, co oznacza odpływ kapitału na inne rynki. Szczególnie w Europie koniunktura będzie się jeszcze poprawiać, wraz z uruchomieniem Funduszu Odbudowy.
- Dodatkowo, wysokie tempo wzrostu w USA odbędzie się kosztem pogłębienia deficytu handlowego. Nakładają się na to ryzyka związane np. z polityką podatkową w USA, które dodatkowo mogą skłaniać do odpływu kapitałów. Dlatego para €/US\$ może dotrzeć nawet do 1,25-27 pod koniec roku.

Rynki walutowe – powrót €/PLN bliżej 4,50.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

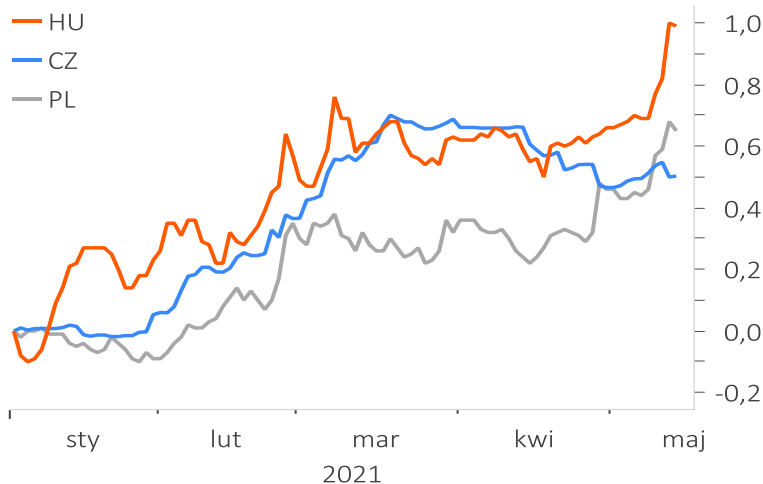


€/PLN:

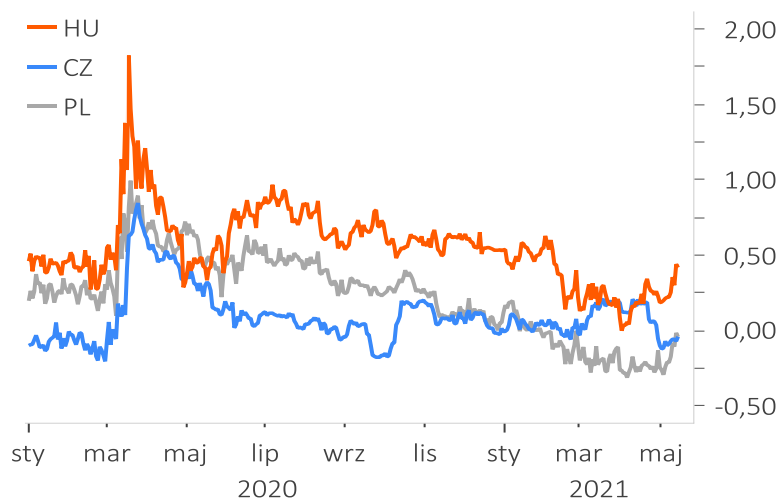
- W tym tygodniu spodziewamy się pogłębienia spadku pary €/PLN do około 4,50. Kurs przełamał techniczne wsparcie 4,53-54, co powinno zachęcać do zajmowania krótkoterminowych pozycji na umocnienie złotego. Krajowej walucie powinien też pomóc oczekiwany wzrost kursu €/US\$.
- W naszej ocenie para €/PLN może nie być w stanie wybić się poniżej 4,50 do końca miesiąca. Według naszych szacunków rynek przestał wyceniać ryzyko związane z orzeczeniami w sprawie kredytów frankowych już po pierwszym orzeczeniu Sądu Najwyższego w maju.
- Problem kredytów frankowych może w kolejnych tygodniach przykuwać jeszcze uwagę inwestorów, gdy Sąd Najwyższy znów zbierze się w tej sprawie. Ale mało wskazuje, aby miał równie duże przełożenie na wyceny jak np. w marcu. Dotychczasowa retoryka Sądu Najwyższego była wyważona, więc nie zakładamy, aby orzeczenie SN było zdecydowanie pro-konsumenckie. W efekcie nie powinno ono zachęcać czy wymuszać zawierania szybkich ugód i przewalutowania kredytów.
- W dalszej części kwartału i prawdopodobnie do końca roku złoty powinien jednak kontynuować stopniowe umocnienie. Na koniec 2021 spodziewamy się poziomów w okolicach 4,40-45. Rynki powinny znów skupić się na krajowych fundamentach, jak duża nadwyżka handlowa Polski i rosnące oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Złotemu znów powinien pomóc oczekiwany dalszy wzrost €/US\$.

Rynek długu – POLGBS tracą, rynek czeka na aukcję NBP.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

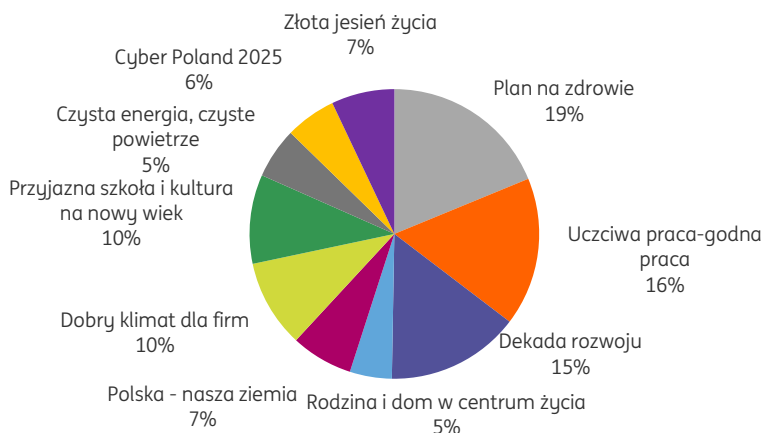


POLGBs:

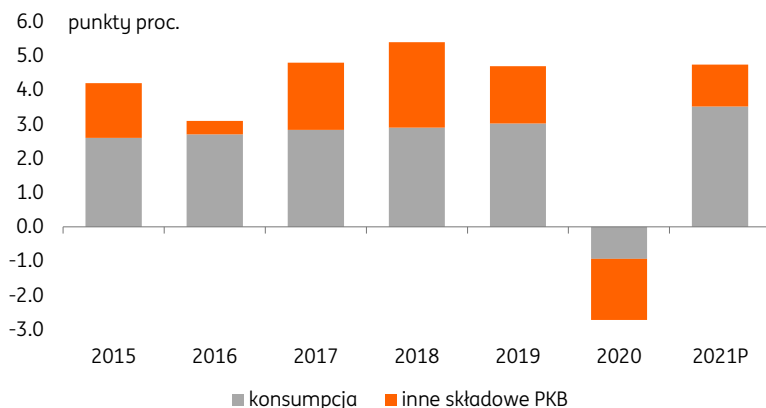
- W ubiegłym tygodniu doszło do dalszych wzrostów rentowności zarówno na rynkach bazowych, jak i POLGBs. Inwestorów zaskoczył dużo szybszy od oczekiwań wzrost inflacji w USA. Osłabienie POLGBs było nawet większe (ponad 10pb na długim końcu). Po serii komentarzy z RPP (w tym prezesa A. Głapińskiego), inwestorzy prawdopodobnie spodziewają się szybkiej zmiany retoryki NBP i zakończenia QE.
- Na początku tygodnia spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności na krajowym rynku długu. Zmiany proponowane w Polskim Ładzie sugerują utrwalenie proinflacyjnej struktury wzrostu gospodarczego. Będzie to tylko wzmacniać oczekiwania na szybkie wyjście NBP z QE i późniejsze podwyżki stóp. Dość prawdopodobne jest dalsze rozszerzenie asset swapów. NBP może ten ruch zahamować agresywnym odkupem obligacji na drugim przetargu w maju, ale do przetargu asset swapy mogą rosnąć.
- Kolejna aukcja odkupu NBP pod koniec miesiąca może okazać się kluczowa dla zachowania rynku na resztę kwartału. Inwestorzy zakładają, że NBP wygasi skup w najbliższym czasie. To powód agresywnej wyprzedazy w ostatnich tygodniach. Kolejny agresywny odkup przez NBP może zniechęcić inwestorów do gry na rozszerzenie asset swapów.
- Wzrost rentowności POLGBs, jak i złotych stawek IRS powinien jednak utrzymać się w 2pół21. Zarówno sytuacja w kraju (wysoka inflacja), jak i zagranicą (perspektywa odbicia koniunktury w strefie euro) sugeruje zbliżającą się normalizację polityki NBP.

Polski Ład może utrwalić inflacjogenną strukturę PKB.

Maksymalny koszt Polskiego Ładu to ok. PLN650mld



Wkład konsumpcji we wzrost PKB w latach 2015-21



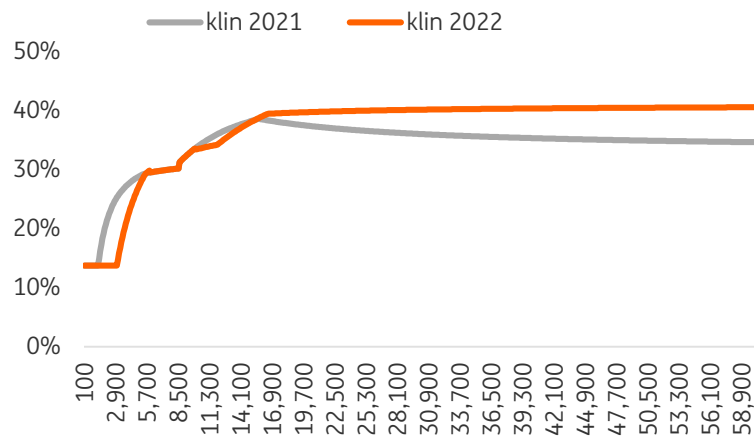
Najważniejsze elementy Polskiego Ładu obejmują:

- 1) wyższe wydatki na służbę zdrowia (z 5,3%PKB w 2021 do 6%PKB w 2023 i 7%PKB w 2027),
- 2) wzrost kwoty wolnej w PIT do PLN30tys i progu podatkowego z PLN85.5tys do PLN120tys,
- 3) pełne oskładkowanie umów-zleceń z perspektywą wprowadzenia jednolitego kontraktu,
- 4) Zniesienie możliwości odliczenia składki zdrowotnej od podatku PIT. Obciążenie pełną składką zdrowotną (9% dochodu) osób samozatrudnionych (zamiast ryczałtu)
- 5) Kapitał Opiekuńczy, czyli PLN12tys. za urodzenie drugiego dziecka, podwojony, gdy w okresie 3lat od jego narodzenia urodzi się kolejne,
- 6) inwestycje strategiczne w m.in. drogi ekspresowe, linie kolejowe, CPK, infrastrukturę kultury i sportową oraz infrastrukturę cyfrową finansowane z emisji obligacji przez nowy fundusz w BGK,
- 7) państwowe gwarancje wkładu własnego do kredytu mieszkaniowego i dofinansowanie do zakupu mieszkania lub pomoc w spłacie kredytu na mieszkanie,
- 8) budowa domów do 70m² bez konieczności pozwolenia.

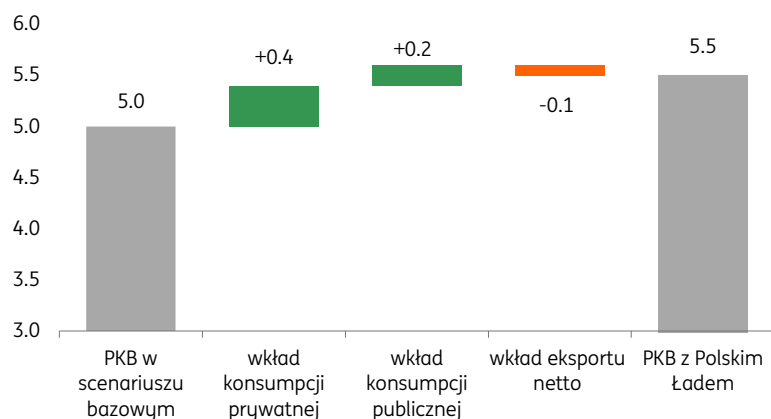
Dotychczas deficyt z nowych transferów socjalnych domykany był z wyższych efektywnych stawek podatkowych. Efektem ubocznym była niepewność dotycząca przepisów podatkowych i duża restrykcyjność aparatu podatkowego. To mogło ograniczać inwestycje prywatne. Nowy impuls popytowy może skutkować utrzymaniem niskiego udziału inwestycji prywatnych w PKB, co utrwaliby proinflacyjną strukturę wzrostu w Polsce w związku z ograniczeniem potencjału do poprawy produktywności.

Polski Ład może podbić w 2022 PKB o 0,5pp., a CPI o 0,2pp.

Różnica między płacą miesięczną brutto i netto obecnie i wg założeń Polskiego Ładu (um. o prace)



Wpływ Polskiego Ładu na tempo PKB w 2022.



- Zaproponowane zmiany w podatkach nie są neutralne dla budżetu. Zmiany w PIT to dla budżetu koszt PLN20-22mld. Pozostałe punkty to PLN20-30mld nowych wydatków – wg premiera M.Morawieckiego, a w związku z tym na finansowanie Polskiego Ładu trzeba znaleźć ok. 2%PKB. Uważamy, że w krótkim okresie, trudno będzie zbilansować powstały deficyt, rząd skorzysta z decyzji KE o odroczeniu stosowania reguł fiskalnych/konsolidacji fiskalnej do 2023.
- Zdaniem premiera środki finansowanie mają być pozyskane z likwidacji szarej strefy i tych miejsc w gospodarce, gdzie nie płaci się podatków. Jak jednak wskazują chociażby postępy w ograniczaniu luki VAT, w kolejnych latach efektywność domykania luk podatkowych spada. MinFin szacuje, że w latach 2016-17 udało się poprawić ściągalność VAT o PLN17,6mld, w latach 2018-20 było to już tylko PLN6,6mld.
- Zapisy w ustawach dopiero przed nami, obecnie zakładamy, że najważniejsze bodźce popytowe pochodzą z:
 - zmian w PIT, PLN20-22mld, tj. 0,8% PKB w 2022,
 - wyższych wydatków na ochronę zdrowia, wpływ netto dla PKB lekką pozytywny, bo jednocześnie rośnie składka;
 - programu mieszkaniowego, nie znany terminu uruchomienia stąd zakładamy zerowy wpływ;
 - inwestycji infrastrukturalnych, te zaproponowane w Polskim Ładzie nie ruszą szybko, szczególnie w 2022;
 - kapitału opiekuńczego, to nowe wydatki wartości PLN2-3mld przy obecnej liczbie urodzeń, wydatki ruszą później bo środki można wydawać 12-36 miesięcy od narodzenia. Oceniamy, że na obecnym etapie, Polski Ład może podbić realne tempo wzrostu PKB w 2022 o ok. 0,5pp, przy założeniu uruchomienia zmian z PIT i tylko niewielkiej części programów infrastrukturalnych. Podbije to też jednak inflację, naszym zdaniem o 0,2pp.

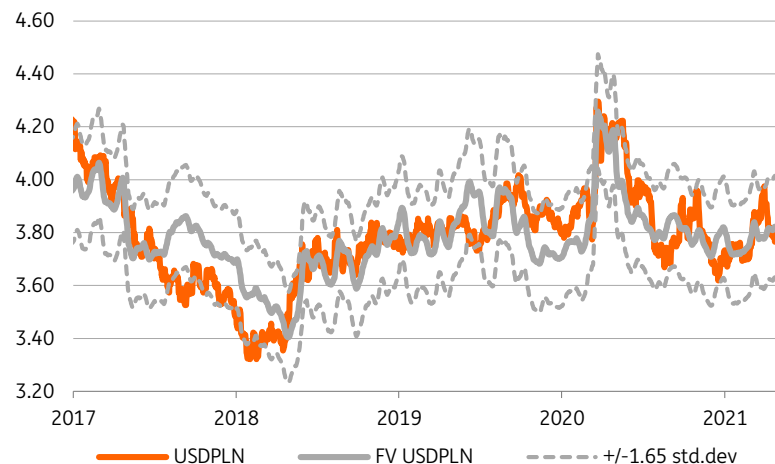
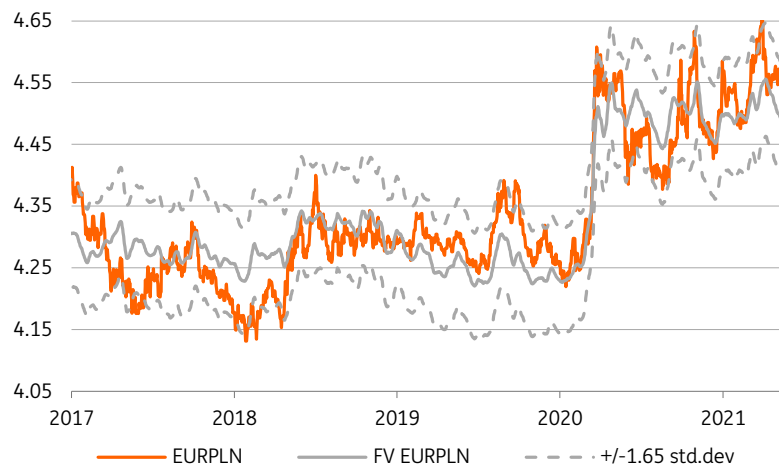
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

| | cze 21 | lip 21 | sie 21 | wrz 21 | paź 21 | lis 21 | gru 21 | sty 22 | lut 22 | mar 22 | kwi 22 | maj 22 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| US\$/PLN | 3.70 | 3.66 | 3.61 | 3.56 | 3.52 | 3.48 | 3.44 | 3.53 | 3.63 | 3.74 | 3.70 | 3.66 |
| €/PLN | 4.52 | 4.50 | 4.47 | 4.45 | 4.43 | 4.42 | 4.40 | 4.40 | 4.41 | 4.41 | 4.41 | 4.41 |
| CHF/PLN | 4.11 | 4.06 | 4.02 | 3.97 | 3.92 | 3.87 | 3.83 | 3.83 | 3.83 | 3.83 | 3.83 | 3.84 |
| GBP/PLN | 5.32 | 5.29 | 5.26 | 5.24 | 5.22 | 5.20 | 5.18 | 5.20 | 5.22 | 5.25 | 5.27 | 5.30 |

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Po spadku pary €/PLN w pierwszej połowie kwietnia złoty przestał być niedowartościowany wobec euro oraz dolara. Według wskazań naszego modelu złoty praktycznie przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Skala niedopasowania spadła w ostatnich tygodniach, ale pozostaje istotna. 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.