

Tygodnik ING

Niska baza podbija roczne tempa aktywności gospodarczej, choć dane w ujęciu m/m wskazują na przejściową zadyszkę. Złoty zyskuje, krajowy rynek długu czeka na akcję NBP.

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

24 maja 2021



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



W skrócie

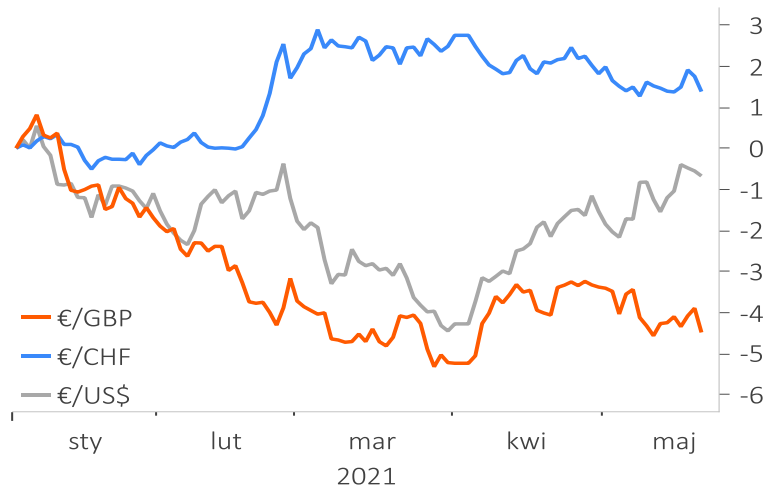
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ kontynuował wzrost. Para nie była jednak w stanie przebić oporu na 1,2230 i ostatecznie zakończyła tydzień w okolicach 1,2180. Najważniejsze dane tygodnia, tj. PMI z Europy, były nieco wyższe od konsensusu, ale inwestorów zaniepokoiły słabsze wyniki w niektórych z większych gospodarek, np. Niemczech. Słabszy dolar i pozytywne nastroje na rynkach pozwoliły na dalsze umocnienie złotego. Kurs €/PLN obniżył się lekko poniżej 4,50, tj. najniżej od lutego.
- Rentowności na rynkach bazowych w ubiegłym tygodniu podniosły się m.in. po minutes Fed, sugerujących zaostrzenie stanowiska komitetu jeszcze przed ostatnim skokiem CPI. Trwało to jednak praktycznie tylko dzień i na koniec tygodnia dochodowości wróciły do poziomów z poniedziałku. POLGBs w skali tygodnia umocniły się (5pb na długim końcu). To prawdopodobnie efekt oczekiwań na agresywny odkup obligacji na drugiej w maju aukcji NBP.
- W tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób wyłamania się pary €/US\$ ponad opór na 1,2230. Nie zakończą się one jednak naszym zdaniem powodzeniem. Na bazowych rynkach długu spodziewamy się natomiast stabilizacji lub niewielkiego umocnienia. Publikowane w tym tygodniu dane makro z głównych gospodarek powinny być bliskie oczekiwaniom. Nie widać więc impulsów, które mogłyby zmienić nastawienie najważniejszych banków centralnych. Podaż obligacji na rynkach bazowych jest natomiast w tym tygodniu niska. Głównym ryzykiem w krótkim terminie wydaje się ew. korekta na rynkach akcji, wspierająca zarówno dolara, jak i obligacje.
- W tym tygodniu spodziewamy się zejścia pary €/PLN bliżej 4,48. Analiza techniczna nadal sugeruje potencjał do umocnienia złotego. Pomóc PLN powinna też sytuacja na €/US, czy ogólnie dobry sentyment dla aktywów CEE. Dotychczasowy ruch był jednak już dość duży, więc wkrótce powinno dojść do tymczasowej korekty / osłabienia złotego. Zachowanie POLGBs i szczególnie asset swapów w najbliższych tygodniach będzie prawdopodobnie zależeć od przetargu NBP w tym tygodniu. W pierwszej połowie miesiąca rynek agresywnie zagrał scenariusz szybkiego wyjścia NBP z QE, co doprowadziło do rozszerzenia spreadów ASW. Spodziewamy się drugiego dużego odkupu papierów w maju, co powinno doprowadzić do zawężenia asset swapów na przełomie miesiąca.

Kalendarz makroekonomiczny

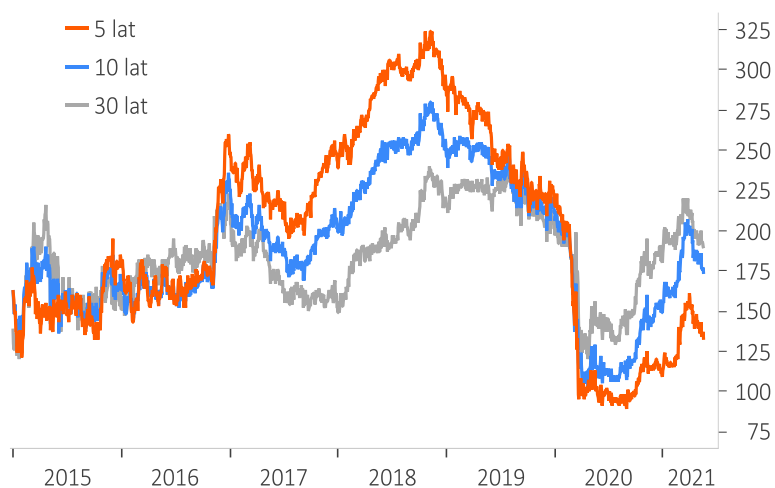
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
25 V	Niemcy	8:00	PKB r/r	I kw.	-3,3%	-3,3%	-3,3%
		10:00	Wskaźnik IFO	V	98,0pkt.	98,0pkt.	96,8pkt.
	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	V	119,5pkt.	120,0pkt.	121,7pkt.
26 V	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	IV		6,3%	6,4%
27 V	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	I kw.	6,6%	6,5%	6,4%

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

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

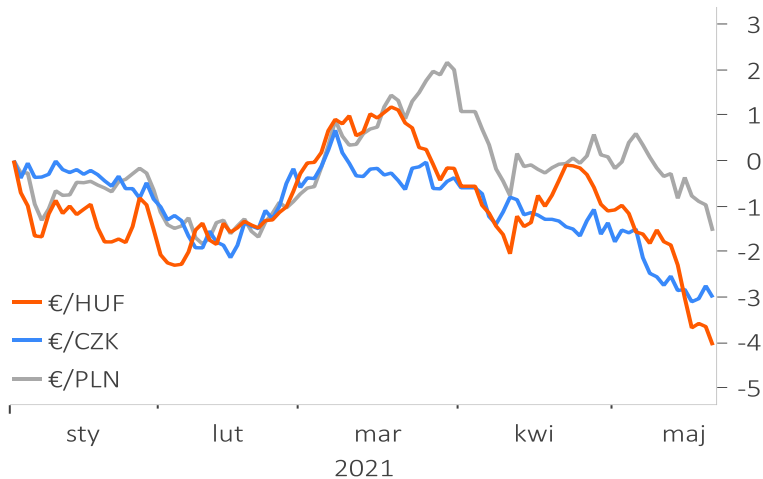


€/US\$:

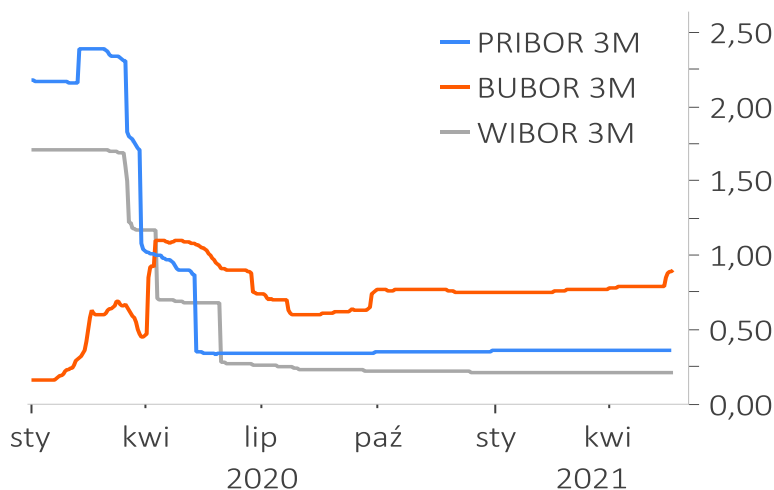
- W tym tygodniu kurs €/US\$ powinien utrzymać się w trendzie bocznym. Od góry zakres wzrostu powinny ograniczać ostatnie szczyty w okolicach 1,2230. Publikowane w najbliższych dniach dane z głównych gospodarek będą naszym zdaniem bliskie oczekiwaniom (por. tabela na drugiej stronie) i raczej nie wpłyną istotnie oczekiwania odnośnie polityki głównych banków centralnych.
- Uwagę rynku mogą skupić ew. doniesienia z negocjacji dotyczących kolejnego pakietu fiskalnego w USA. Komentatorzy polityczni sugerują, że prezydent J.Biden może zdecydować się na ustępstwa (tj. zmniejszyć skalę nowych programów inwestycyjnych i złagodzić propozycje podwyżek podatków), aby uzyskać postęp w rozmowach. Byłby to czynnik umiarkowanie prodolarowy (dodatkowy impuls jest już częściowo w cenach), wskazujący na nieco szybszą normalizację polityki FOMC.
- Oczekujemy, że w 2poł21 kurs €/US\$ będzie kontynuować wzrost, nawet do 1,25-27 pod koniec roku. Gospodarka USA jest bliska szczytu koniunktury, ale utrzyma wysokie momentum także w kolejnych kwartałach. Z kolei gasnąca pandemia w Europie i perspektywa uruchomienia Funduszu Odbudowy sugeruje wzrost aktywności w strefie euro i zmianę nastawienia EBC. Poprawia się też sytuacja pandemiczna na świecie. Przeciw dolarowi przemawiają dodatkowo ryzyko zwiększenia deficytu handlowego USA, czy exodus kapitału z uwagi na zmiany w podatkach proponowane przez J.Bidena.

Rynki walutowe – Złoty powinien kontynuować umocnienie.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

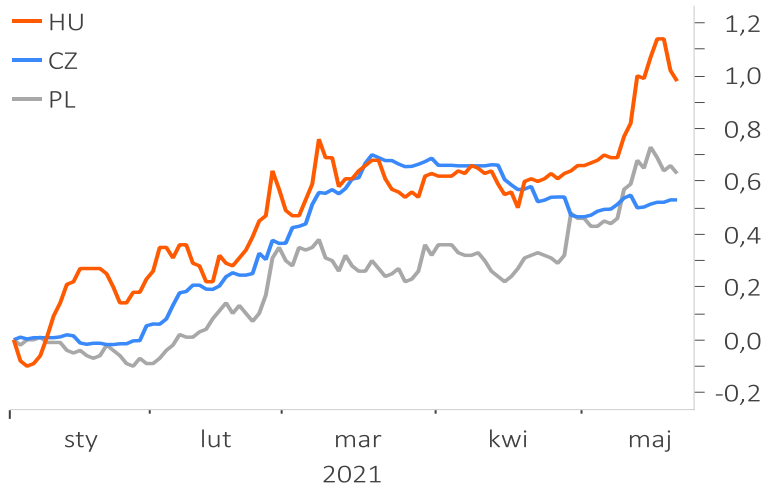


€/PLN:

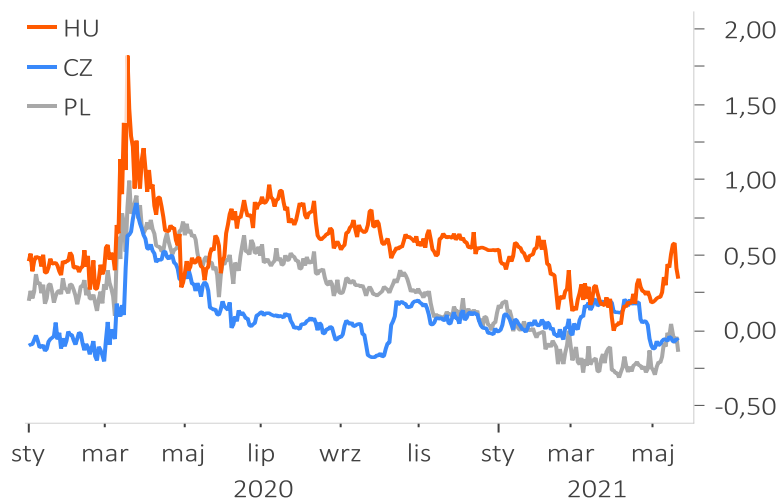
- Powrót pary €/PLN nastąpił szybciej niż zakładaliśmy. Złożyło się na to kilka czynników, jak rosnące oczekiwania na szybkie podwyżki stóp procentowych w Polsce. Mogło też dojść do realizacji stop loss z pozycji nastawionych na osłabienie złotego w oczekiwaniu na orzeczenie Sądu Najwyższego ws. kredytów frankowych – jeszcze około tydzień temu pojawiały się rekomendacje aby grać przeciw PLN z tego powodu.
- W tym tygodniu spodziewamy się zejścia pary €/PLN bliżej 4,48. Analiza techniczna nadal sugeruje potencjał do umocnienia złotego. Pomoc PLN powinna też sytuacja na €/US, czy ogólnie dobry sentyment dla aktywów CEE. Dotychczasowy ruch był jednak już dość duży, więc wkrótce powinno dojść do tymczasowej korekty / osłabienia złotego.
- Nie wykluczamy osłabienia PLN gdy Sąd Najwyższy znów będzie miał wypowiedzieć się ws. kredytów frankowych. SN dał 30 dni na opinie dla m.in. KNF, NBP, więc teoretycznie już w czerwcu może zająć stanowisko. Naszym zdaniem ew. korekta będzie jednak przejściowa. Największy z banków z problemem frankowym już zamknął pozycję w całości, pozostałe instytucje prawdopodobnie częściowo.
- 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, takich jak duża nadwyżka handlowa Polski i rosnące oczekiwania na podwyżki stóp NBP. Złotemu znów pomoc powinien oczekiwany wzrost €/US\$.

Rynek długu – Inwestorzy czekają na aukcję NBP.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

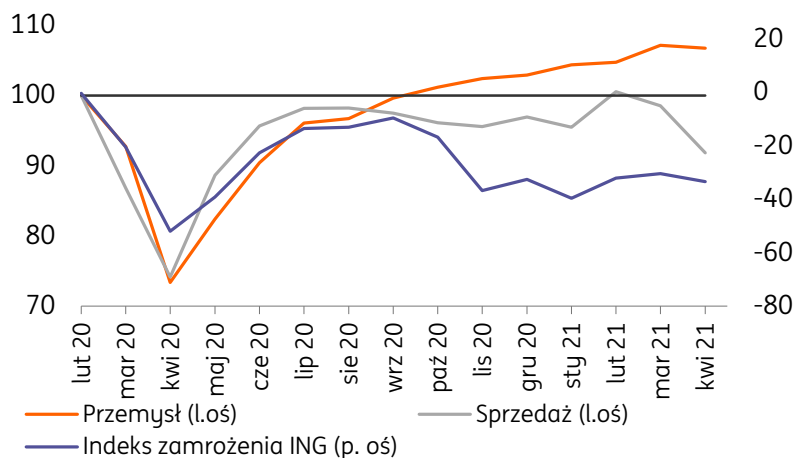


POLGBs:

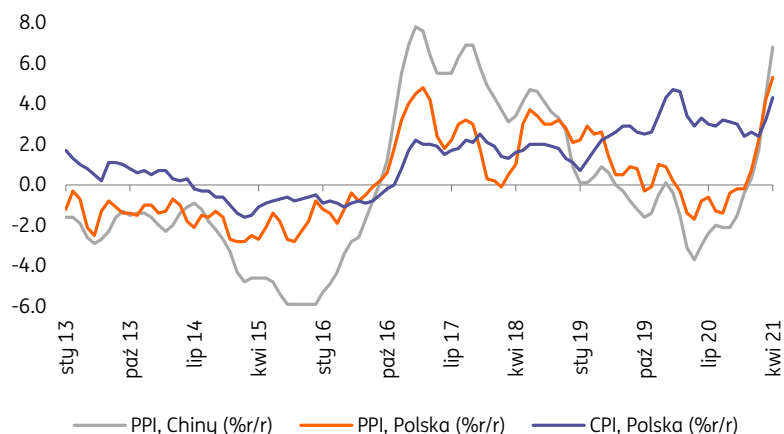
- W pierwszej połowie maja doszło do wzrostów rentowności POLGBs, przy jednoczesnym rozszerzeniu asset swapów. To efekt oczekiwań, że banki centralne w regionie (NBP i węgierski) będą zmuszone do szybkiej normalizacji polityki pod naporem inflacji. Od około tygodnia trwa korekta, również na poziomie regionu, oprócz spadków rentowności kompresują się też spready ASW.
- Zachowanie POLGBs i szczególnie asset swapów w najbliższych tygodniach będzie prawdopodobnie zależać od przetargu NBP w tym tygodniu. Inwestorzy będą mieli okazję skonfrontować oczekiwania odnośnie szybkiego wyjścia NBP z QE z faktycznym nastawieniem banku. Spodziewamy się kolejnego agresywnego odkupu papierów. NBP w ostatnim czasie starał się hamować nominalny wzrost rentowności. Po pierwszym przetargu w maju doszło nie tylko do wzrostu rentowności, ale i wyraźnego rozszerzenia asset swapów. Naszym zdaniem sugeruje to powrót spreadów ASW do poziomów z kwietnia
- Wzrost rentowności POLGBs, jak i złotych stawek IRS powinien jednak utrzymać się w 2poł21. Zarówno sytuacja w kraju (wysoka inflacja), jak i zagranicą (perspektywa odbicia koniunktury w strefie euro) sugeruje zbliżającą się normalizację polityki NBP. Inwestorzy zagraniczni mogą też nadal wykorzystywać skup NBP do przenoszenia kapitałów na lepiej postrzegane rynki w regionie, np. do Czech.

Niska baza podbija roczne tempa aktywności w kwietniu.

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (lut 2020=100).



Inflacja cen producenta i konsumenta



- W kwietniu sprzedaż detaliczna wzrosła o 21,1%r/r. Struktura wskazuje na kontynuację w ujęciu rocznym odbicia sprzedaży samochodów (+118%) i odzieży (+75,9%r/r). Wysokie tempa r/r to jednak efekt niskiej bazy. W ujęciu m/m po odsezonowaniu realny poziom sprzedaży spadł o 6,8% i od marca pozostaje poniżej tego sprzed pandemii.
- Konsumenci w Polsce dostosowali swoje zwyczaje zakupowe do istniejących restrykcji sanitarnych, jednak sprzedaż bardziej niż przemysł zależy od intensywności lokalnych ograniczeń. Naszym zdaniem to chwilowa zadyszka, maj przyniesie, z ponownym zniesieniem restrykcji, przyniesie odbicie. Gospodarstwa domowe mają oszczędności, które, po odmrożeniu handlu, pozwolą realizować odłożony popyt.
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o rekordowe 44,5%r/r, a struktura wzrostu wskazuje, że produkcję w Polsce kolejny już miesiąc ciągną sektory eksportowe. Niska baza z 2020 dla przemysłu jest nawet silniejsza niż dla sprzedaży. W ujęciu m/m po odsezonowaniu przemysł jednak spadł po raz pierwszy od kwietnia 2020, o 0,4% wobec 2,3% wzrostu w marcu. To efekt ograniczonego dostępu do części komponentów, jak choćby układy scalone. To może wymusić przestoje w produkcji, co już widzimy w przypadku części firm z sektora motoryzacyjnego.
- Firmy raportują, że zaburzenia w łańcuchach dostaw spowodowane m.in. zmianami struktury popytu wraz z rosnącymi cenami surowców, generują presję kosztową. Zmusza to je do podnoszenia cen wyrobów gotowych. W kwietniu inflacja PPI w Polsce przyspieszyła do 5,3%r/r. Jest to trend globalny. W kwietniu inflacja PPI w Chinach przyspieszyła do 6,8r/r, w USA do 6,2%. To podbija też inflację CPI, w Polsce do 4,3%r/r z 3,2% w marcu, m.in. w związku z szybszym wzrostem cen towarów.

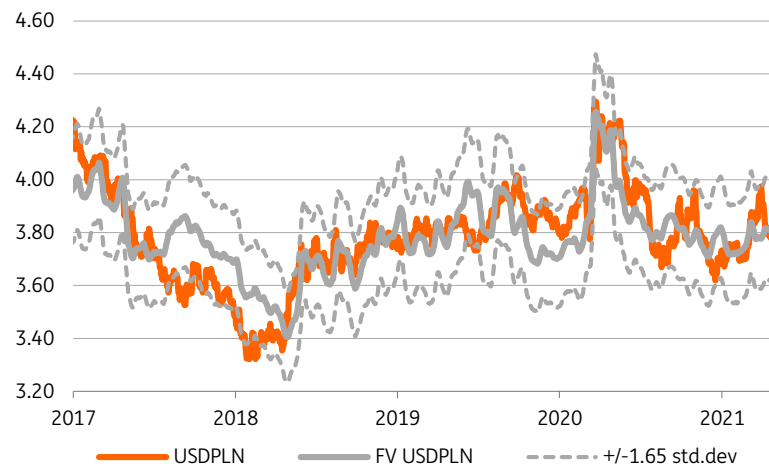
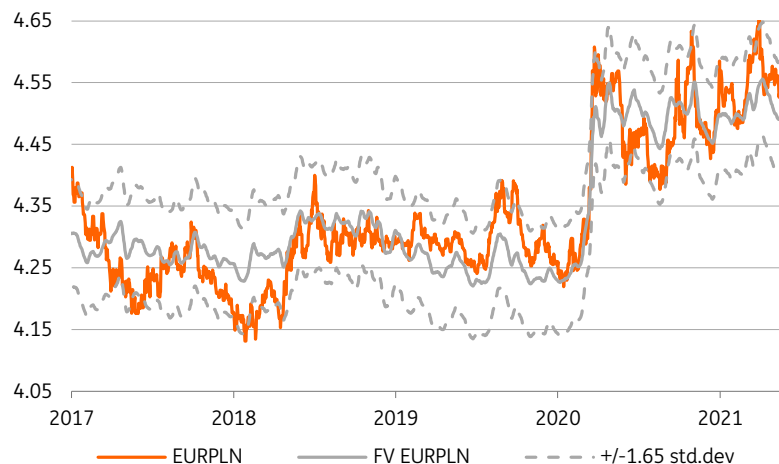
Prognozy walutowe

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	3.68	3.64	3.60	3.56	3.52	3.48	3.44	3.53	3.63	3.74	3.70	3.66
€/PLN	4.49	4.48	4.46	4.45	4.43	4.42	4.40	4.40	4.41	4.41	4.41	4.41
CHF/PLN	4.08	4.05	4.01	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.84
GBP/PLN	5.28	5.27	5.25	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. Według wskazań naszego modelu złoty praktycznie przestał wyceniać ryzyko związane z kredytami frankowymi.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Skala niedopasowania istotnie spadła, 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.