

Tygodnik ING

Koniec recesji w Polsce w 4kw21, ale silniejsze odbicie dopiero przed nami.

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

31 maja 2021



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



W skrócie

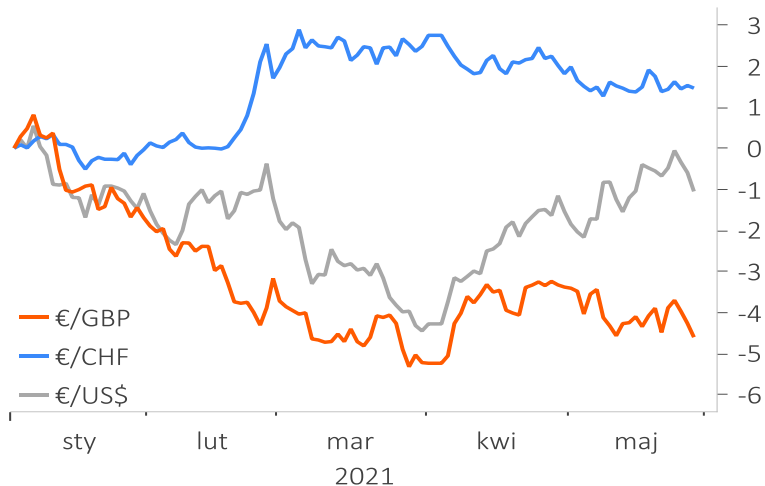
- W ubiegłym tygodniu wzrost kursu €/US\$ wyhamował po nieudanym wybicciu pary ponad 1,2270. Para przeszła do korekty, która jednak okazała się krótkotrwała – kurs znalazł się poniżej 1,2150 tylko na chwilę. Naszym zdaniem inwestorzy nadal liczą na osłabienie dolara w 2poł21 i wykorzystali ww. spadek kursu do dobudowywania pozycji. W ubiegłym tygodniu ustabilizował się również złoty. Para €/PLN nie była w stanie wyłamać się poniżej 4,48. Próby korekty / wzrostu na €/PLN były jednak mniej udane niż na €/US\$.
- Zmiany na bazowych rynkach długu były w ubiegłym tygodniu niewielkie. Papiery na długim końcu zyskały 1-2pb. Z kolei zmienność POLGBs była bardzo duża. Rynek nastawił się na kolejny agresywny odkup obligacji na aukcji NBP, co poskutkowało silnym spadkiem rentowności na początku tygodnia (prawie 15pb na długim końcu). NBP skupił jednak zaledwie PLN2mld obligacji, ale żadnych SPW. Po przetargu rentowności wzrosły ponad poziom z poniedziałku na bazie spekulacji, że bank centralny bez zapowiedzi rozpoczął tapering.
- W tym tygodniu uwagę rynków powinny skupić dane z USA. W naszej ocenie wzrost etatów poza rolnictwem może zaskoczyć na minus, a wyniki koniunktury ISM będą zbliżone do oczekiwań. Dlatego oczekujemy, że na początku tygodnia kurs €/US\$ utrzyma się w trendzie bocznym wokół 1,22. Potem jednak może dojść do kolejnych prób wybiccia ponad 1,2270. Nawet w razie zaskoczeń danymi na plus potencjał do spadku pary jest ograniczony, biorąc pod uwagę silne oczekiwania na osłabienie dolara w drugiej połowie roku.
- Na początku tygodnia spodziewamy się stabilizacji rentowności na bazowych rynkach długu. Pod koniec tygodnia kluczowe będą dane z amerykańskiego rynku pracy. W naszej ocenie umocnienie na rynkach długu zbliża się już do końca. Wzrost rentowności z pierwszej połowy miesiąca cofnął się w połowie. Oznacza, że znaczna część lokalnych stop loss już się wykonała i nie będzie to czynnik ciągnący dochodowości w dół w najbliższym czasie.

Kalendarz makroekonomiczny

Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
1 VI	Polska	10:00	CPI r/r	V	4,8%	-	4,3%
	USA	16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	V	60,5pkt.	60,8pkt.	60,7pkt.
3 VI	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	V	450tys.	545tys.	742tys.
		16:00	ISM - usługi	V	63,0pkt.	62,9pkt.	62,7pkt.
4 VI	Strefa euro	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	IV	-	9,6%	12,0%
	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	V	500tys.	621tys.	226tys.
			Wynagrodzenia m/m	V	-	0,2%	0,7%
			Stopa bezrobocia	V	5,9%	5,9%	6,1%

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

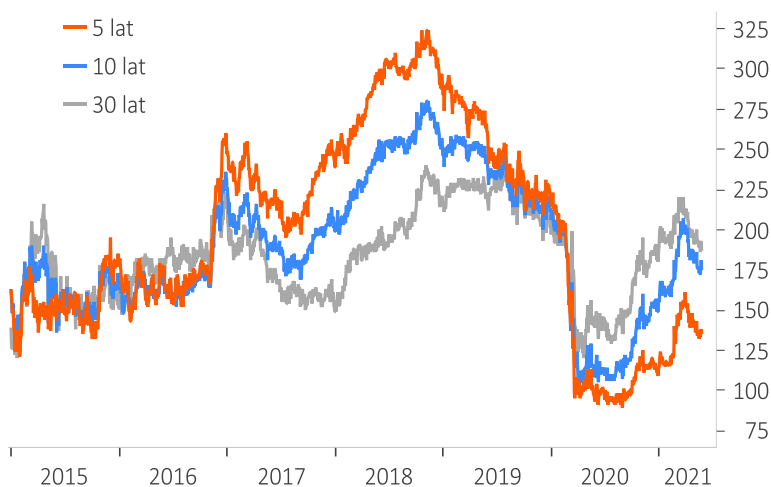
Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



€/US\$:

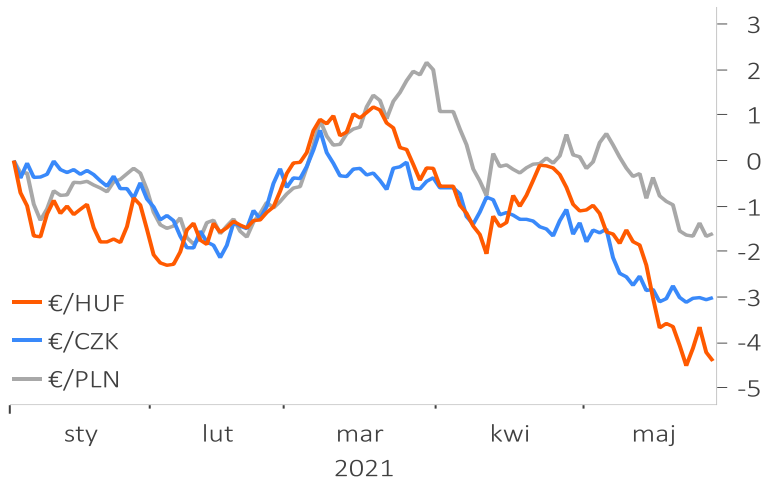
- Kurs €/US\$ pozostaje w trendzie wzrostowym. Zeszłotygodniowa stabilizacja pozwoliła wskaźnikom technicznym wrócić do poziomów, które nie sugerują już dużego potencjału do korekty. Kurs w czwartek dotarł blisko 1,2130, więc najprawdopodobniej zrealizowały się wszystkie lokalne stop loss, co także ogranicza potencjał do spadku pary, nawet w razie zaskoczenia danymi z amerykańskiej gospodarki na plus w tym tygodniu. Dlatego prawdopodobny wydaje się test ostatnich szczytów w okolicy 1,2270 już pod koniec tego tygodnia.
- W naszej ocenie w pierwszej połowie czerwca para powinna dotrzeć do oporu w okolicach 1,2330. Euro według nas zyska dzięki poprawiającej się sytuacji pandemicznej w Europie i perspektywie dużej poprawy koniunktury dzięki znoszeniu restrykcji. Ostatnie doniesienia z USA sugerują też istotne problemy z uzgodnieniem kolejnego impulsu fiskalnego. Bez niego koniunktura w USA prawdopodobnie jest już blisko szczytu. Czynnikiem ryzyka / wsparciem dla dolara w wakacje może być ew. głębsza korekta na rynkach akcji, związana np. z perspektywą nieodległego spowolnienia koniunktury w USA. Traktujemy to jednak jako przejściowy element, biorąc pod uwagę np. globalny spadek zakażeń.
- Oczekujemy, że wzrost pary potrwa także w 2poł21, a pod koniec roku €/US\$ dotrze do 1,25-27. Lista argumentów przeciw dolarowi się nie zmienia: od bilansu handlowego, po ryzyko odpływu kapitału z USA w obawie przed wzrostem podatków. Z kolei w Europie wciąż oczekiwane jest ożywienie po otwarciu gospodarki, a także uruchomienie Funduszu Odbudowy i zniesienie restrykcji przeciw Covid-19.

Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

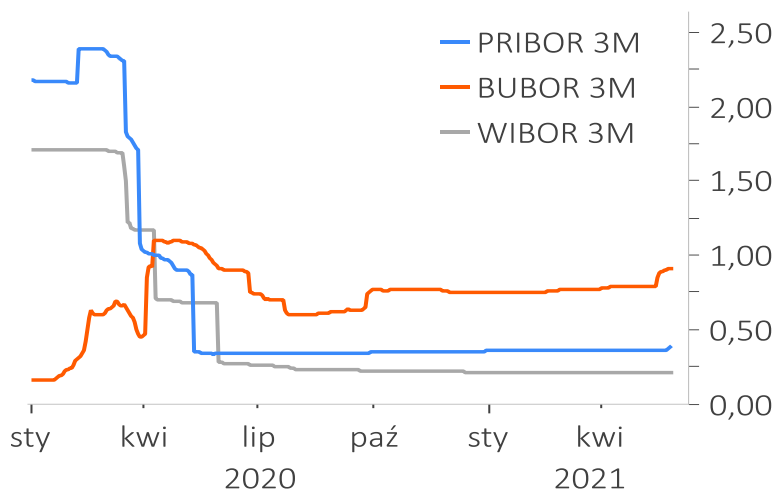


Rynki walutowe – Spadek €/PLN poniżej 4,48.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

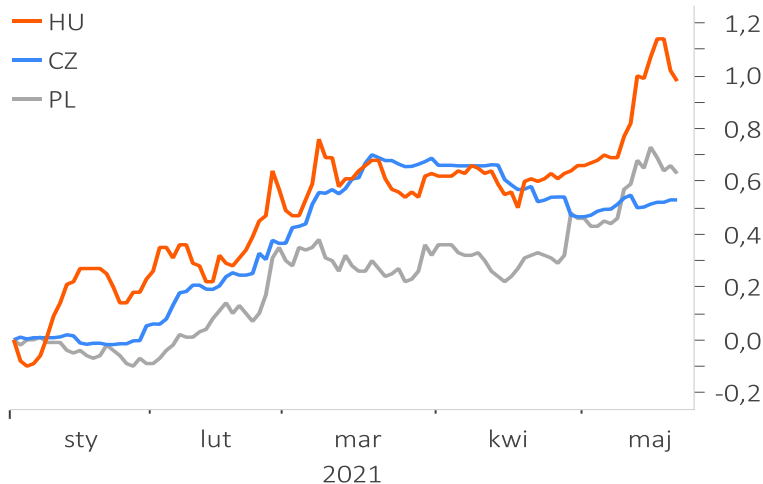


€/PLN:

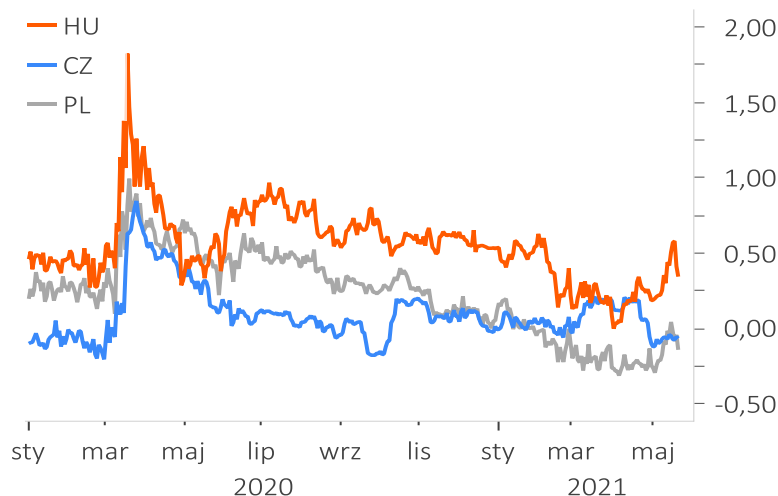
- Nieudane próby korekty / osłabienia złotego z zeszłego tygodnia powinny zachęcać do zajmowania krótkoterminowych pozycji na spadek €/PLN w najbliższych dniach. Wyłamanie pary poniżej 4,48 może udać się jeszcze zanim €/US\$ wróci do wzrostu pod koniec tygodnia. Pomoc złotemu mogą m.in. dane o CPI w kraju. Wysoki odczyt powinien wspierać oczekiwania na szybką normalizację polityki RPP.
- W naszej ocenie presja na spadek €/PLN do końca kwartału będzie już jednak zdecydowanie mniejsza niż w poprzednich tygodniach. Ostatni raz poniżej 4,48 kurs był kilka miesięcy temu i raczej nie ma tu dużych stop loss, które mogłyby napędzić większe zejście kursu już teraz. Ewentualnie może do tego dołożyć się niepewność, gdy Sąd Najwyższy znów będzie miał wypowiedzieć się ws. kredytów frankowych. Technicznie ważny poziom wsparcia poniżej 4,48 to 4,45 i tam para najprawdopodobniej zatrzyma się na dłużej. Blisko 4,45 rozpoczęły się też grudniowe interwencje NBP przeciw złotemu, co dodatkowo może zniechęcać do zajmowania pozycji na spadek poniżej tego poziomu.
- Oczekujemy, że w 2pół21 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 pomóc powinien oczekiwany wzrost €/US\$. Od miesięcy utrzymuje się silnie negatywna korelacja między złotym (oraz innymi walutami CEE) i dolarem.

Rynek długu – inwestorzy zdezorientowani po aukcji NBP.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

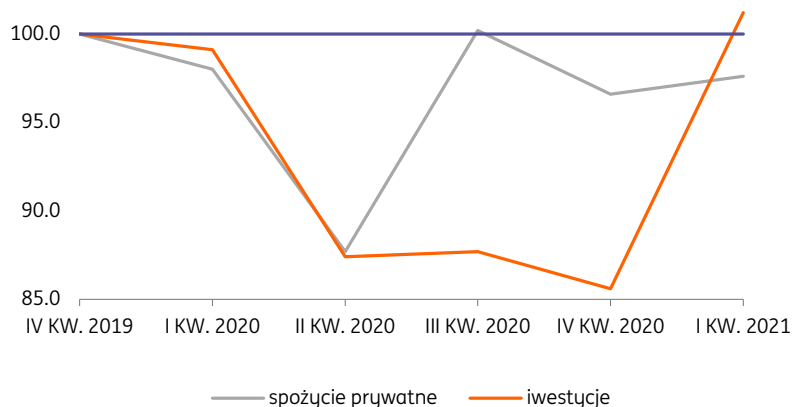


POLGBs:

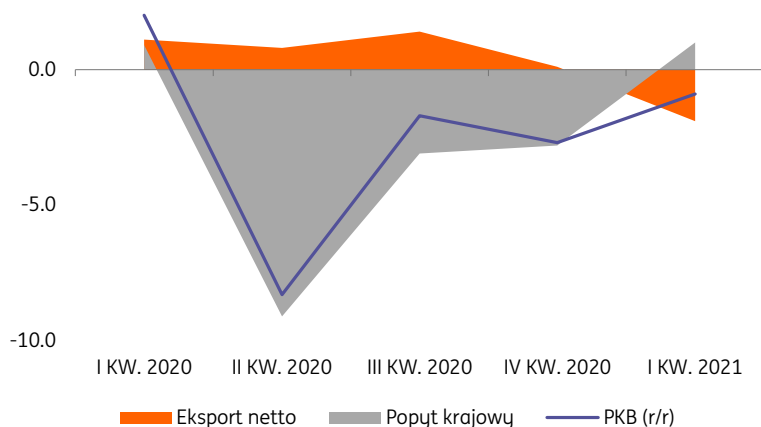
- Ostatnia aukcja NBP prawdopodobnie dość mocno zachwiała zaufaniem inwestorów do krajowego rynku. Po umocnieniu POLGBs w końcówce ubiegłego tygodnia, w tym spodziewamy się raczej wzrostów rentowności. Inflacja z kraju powinna jedynie wzmocnić oczekiwania, że NBP zbliża się do jakiejś formy wycofania się ze swojego bardzo akomodacyjnego nastawienia, takie oczekiwania wzmocnił niski skup na przetargu. Do następnego przetargu NBP spodziewamy się zarówno wzrostu spreadów POLGBs wobec krzywej niemieckiej, jak i rozszerzenia asset swapów.
- Naszym zdaniem jednak są duże szanse, że bank centralny nie rozpoczął jeszcze wygaszenia skupu papierów, a niższa skala odkupu długu to efekt specyficznej strategii NBP. Dlatego od kolejnego przetargu spready znów mogą się zawęzić. Rynek dość długo grał też scenariusz wysokiej inflacji w Polsce. W komentarzach rynkowych bardzo podkreślane jest wysokie ryzyko, że inflacja na koniec roku przekroczy 5%/r. Dlatego w najbliższych tygodniach coraz trudniej będzie wygenerować dalsze wzrosty np. złotych stawek swap.
- 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. Inwestorzy zagraniczni mogą też nadal wykorzystywać skup NBP do przenoszenia kapitałów na lepiej postrzegane rynki w regionie, np. do Czech.

Koniec recesji, silniejsze odbicie PKB jeszcze przed nami.

Wpływ pandemii na składowe PKB (4kw19=100).



PKB: struktura zmian r/r

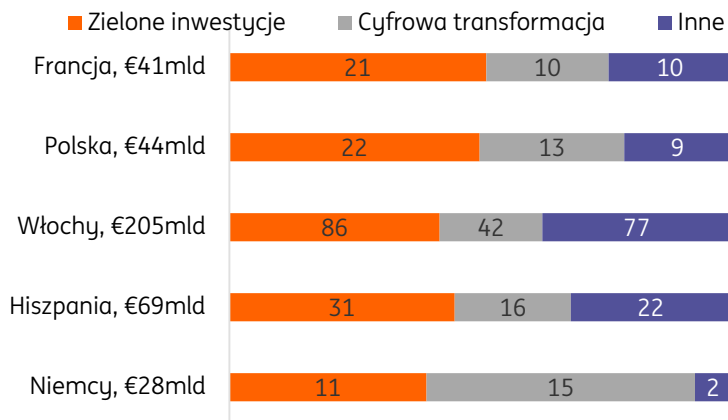


- PKB w Polsce, w 1kw21 PKB spadł o 0,9%r/r (zgodnie z naszą pierwotną prognozą), a w ujęciu m/m po odsezonowaniu gospodarka wzrosła o 1,1%. Recesja covidowa skończyła się w Polsce w 4kw20, ale silniejsze odbicie jeszcze przed nami. Postęp szczepień pozwoli szerzej otworzyć gospodarkę, co naszym zdaniem uruchomi kolejny silnik – sektor usług.
- Struktura PKB w 1kw21 wskazuje kontynuację odbicia w przemyśle (wartość dodana +7,3%r/r), który korzysta na poprawie koniunktury na świecie i przesunięciu popytu na dobra trwałego użytku. Gorzej jest w sektorze usług, który bardziej niż przemysł odczuwa skutki lokalnych restrykcji. Wartość dodana w handlu spadła o 0,3%r/r, a w zakwaterowaniu i gastronomii aż o 77,2%r/r. Ale transport i gospodarka magazynowa, które korzystają z odbicia w światowym handlu, wzrosły o 2,1%r/r.
- Wzrost popytu krajowego o 1,0%r/r w 1kw21 to głównie efekt niespodziewanego odbicia inwestycji, tj. o 1,3% r/r i aż o 18,2%kw/kw. Inwestycje realne, po odsezonowaniu, są już powyżej poziomu sprzed pandemii. Konsumpcja gospodarstw domowych, po przejściowym spadku kw/kw w 4kw20, znowu odrabia straty do poziomu sprzed pandemii.
- W 1kw21 eksport wciąż rósł dynamicznie (5,7%r/r), ale odbił również import (+10%) więc eksport netto, po raz pierwszy od 3kw2018 miał negatywny wkład we wzrost PKB.
- Podtrzymujemy prognozę 4,8% wzrostu PKB w tym roku. Otwarcie gospodarek UE powinno podtrzymać wysokie tempo eksportu i produkcji, chociaż przejściowym ograniczeniem mogą być zaburzenia w łańcuchach dostaw i ograniczony dostęp do komponentów, jak układy scalone. Przyniesie też ożywienie usług i handlu oraz uruchomi popyt odroczone, co rodzi ryzyko wyższego PKB w 2021.

UE: Fundusz Odbudowy ruszy o czasie – od lipca 2021.

Priorytety narodowych Planów Odbudowy

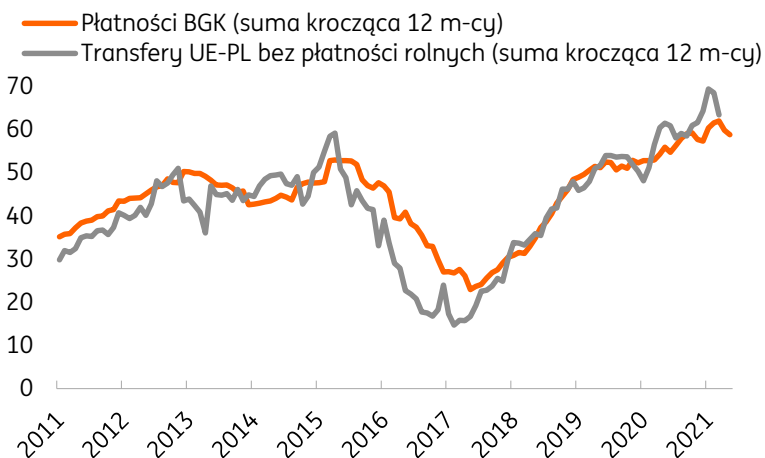
Cyfry na wykresie odzwierciedlają mld€ łącznie części grantowej i pożyczkowej.



Źródło: Instytut Bruegel oraz Krajowy Plan Odbudowy

- 27 maja ostatnie dwa państwa UE – Polska i Austria ratyfikowały dyrektywę umożliwiającą Komisji Europejskiej zaciągnąć dług potrzebny na sfinansowanie Funduszu Odbudowy. Wcześniej swoje obiekcje wycofał niemiecki sąd konstytucyjny. Otworzyło to drogę do wypłaty pierwszych środków z niego od lipca 2021 – czyli bez opóźnień. Całkowita wartość Funduszu wyniesie €672,5mld. To o 10% mniej niż planowano początkowo (€750mld), gdyż część krajów UE (m.in. Niemcy i Francja) zrezygnowała z udziału w części pożyczkowej. Najwięcej środków: €205mld popłynie do Włoch. Polska otrzyma €44mld, w tym €23mld jako granty.
- Poszczególne państwa UE same mogą decydować na co wydać pieniądze z Funduszu Odbudowy, choć powinny kierować się głównie celami zrównoważonego rozwoju (neutralność klimatyczna do 2050) i cyfryzacji gospodarki.
- Na zielone inwestycje postawiły przede wszystkim Francja i Polska. W naszym kraju będzie to kontynuacja już znanych programów, a więc dotacje do wymiany pieców („Czyste powietrze”), instalacji fotowoltaicznych („Mój prąd”) oraz termomodernizacji. Wsparciem objęta zostanie też gospodarka wodorowa, elektromobilność oraz budowa elektrowni wiatrowych na morzu.
- Jeśli chodzi o cyfrową transformację, to w Polsce priorytetem jest informatyzacja administracji publicznej, szkolnictwa oraz służby zdrowia. W tej kategorii mieści się też informatyzacja i robotyzacja przedsiębiorstw.
- Sądzimy, że w 2021 środków z Funduszu Odbudowy będzie w Polsce jeszcze niewiele (rzędu PLN2mld). Dopiero w przyszłym roku popłyną pełnym strumieniem (rzędu PLN10mld rocznie). W tym samym czasie swój szczyt osiągnie napływ funduszy strukturalnych 2013-2020.

Napływ funduszy unijnych do Polski



Źródło: BGK – system obsługi płatności unijnych i Ministerstwo Finansów – transfery

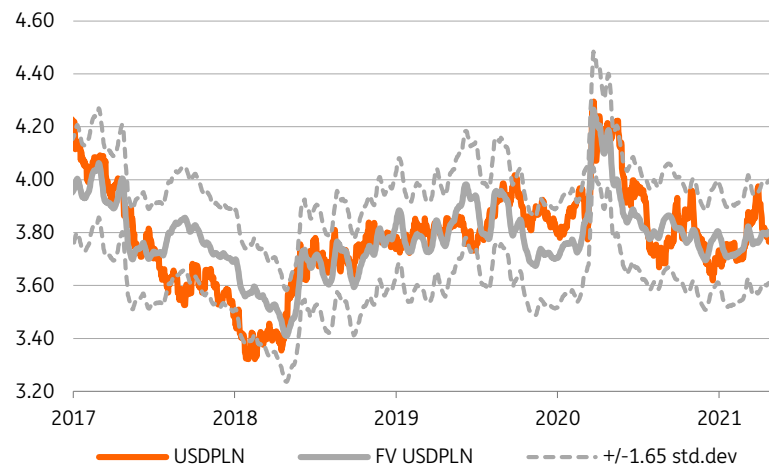
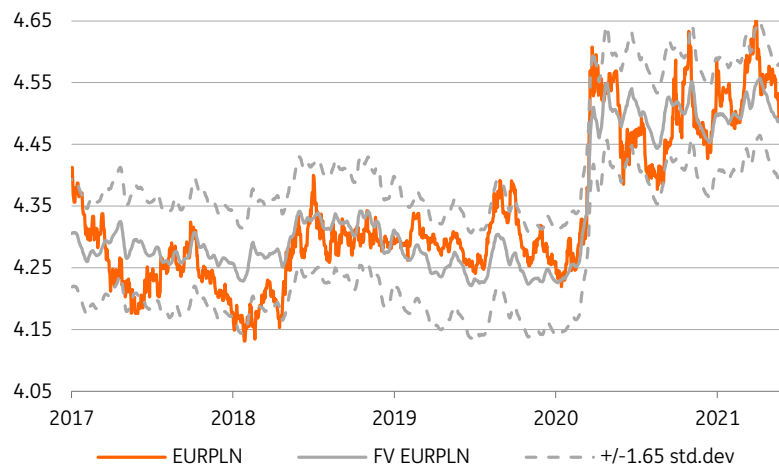
Prognozy walutowe

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	3.66	3.63	3.60	3.56	3.52	3.48	3.44	3.53	3.63	3.74	3.70	3.66
€/PLN	4.46	4.47	4.46	4.45	4.43	4.42	4.40	4.40	4.41	4.41	4.41	4.41
CHF/PLN	4.05	4.04	4.01	3.97	3.92	3.87	3.83	3.83	3.83	3.83	3.83	3.84
GBP/PLN	5.25	5.26	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, szczególnie po ostatniej aukcji NBP.



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.