

# Kurier ekonomiczny ING

## Polska i świat

Odbicie gospodarcze, podwyższona inflacja i podwójna stymulacja fiskalna w 2022.

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

Lipiec 2021

thinkforward



# W skrócie – rynki i świat

- Postęp programów szczepień pozwolił największym gospodarkom złagodzić restrykcje epidemiczne i rozpocząć dynamiczne odbicie gospodarcze. Już w 1kw21 nastąpiło to w USA i Wielkiej Brytanii. W Eurolandzie odbicie w 2kw21 jest nierówne (rośnie konsumpcja, spada produkcja). Naszym zdaniem słabość produkcji w Niemczech w kwietniu i maju jest przejściowa, bardzo wysoki poziom zamówień wskazuje, że za silnym wzrostem popytu nie nadąża podaż. To skutek zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw oraz niedoborów w zaopatrzeniu. Przełożyło się to na presję inflacyjną. W maju wskaźnik CPI wzrósł w USA do 5%, w UK do 2,1% a w strefie euro do 2%. Wzrost cen utrzyma się na podwyższonym poziomie, gdyż firmy nie przerzuciły jeszcze w pełni rosnących kosztów na CPI.
- Szybszy wzrost cen za oceanem niż w Eurolandzie wynika z większego impulsu fiskalnego, jaki wprowadzono w USA. Pakiet o wartości US\$1,9bln uruchomiony w marcu 2021 obejmował m.in. jednorazowy zasiłek US\$1400 dla dorosłych Amerykanów oraz dodatek do zasiłku dla bezrobotnych US\$300 tygodniowo. Dodatkowo, trwają prace nad programem inwestycji infrastrukturalnych (o wartości US\$1,2bln) oraz planem zwiększenia wydatków socjalnych (o US\$180mld rocznie). Dla porównania, Fundusz Odbudowy UE będzie mieć wartość ok. €672,5mld. Wobec szybkiego odbicia gospodarczego w USA, wysokiej presji inflacyjnej i ekspansywnej polityki fiskalnej, Fed zdecydował się zasygnalizować przyspieszenie pierwszych podwyżek stóp procentowych z 2024 na 2023. Wolniejsze tempo odbudowy w strefie euro oraz niższa inflacja powstrzymują EBC od podobnego kroku. Bank utrzymuje wysokie tempo skupu aktywów, w tym wprowadzonego na czas pandemii programu PEPP oraz zapowiada, że podwyżki stóp to jeszcze bardzo odległa perspektywa.
- W 2poł21 spodziewamy się wzrostu €/US\$, ale wiara w moc euro po otwarciu gospodarki słabnie, maksymalnie zobaczymy 1,23. Gospodarka USA prawdopodobnie osiągnęła już szczyt. W Europie wyraźnej poprawy koniunktury spodziewamy się w kolejnych kwartałach, wraz z wychodzeniem z zapaści po pandemii i uruchomieniem środków z Funduszu Odbudowy. Naszym zdaniem będzie to skutkowało odpływem kapitałów z USA. Duże poluzowanie fiskalne w USA powinno również skutkować pogłębieniem deficytu w handlowego USA. W 2022 spodziewamy się ponownego spadku €/US\$ do około 1,15, m.in. za sprawą szybszego zakończenia QE w USA niż Eurolandzie. W naszej ocenie skala dodruku pieniądza miała kluczowe znaczenie dla €/US\$ od kryzysu w 2009. Fed podniesie także stopy wcześniej niż ECB.
- W najbliższych kwartałach pole do wzrostu krótkich stawek swap w EUR jest niewielkie, bo EBC zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp dopiero w 2024. Krótkie stopy swap w USD mają większy potencjał do wzrostu. Będą wrażliwe na wzrost zatrudnienia w USA (właśnie wygasają zasiłki dla bezrobotnych), zaskoczenia inflacją i zbliżające się ograniczenie QE Fed. Natomiast długoterminowe rentowności w USD i EUR spadają od marca. Pojawił się wielki popyt na wysokooprocentowane obligacje w USD, rynek obawia się też zacieśnienia fiskalnego w USA w 22-23, rosną też zachorowania na wariant delta. Wciąż zakładamy powrót umiarkowanych wzrostów rentowności na długim końcu krzywej w USD i EUR, w 2poł21. Przemawia za tym globalne odbicia po pandemii poza USA (np. Eurolandzie) czy większe podaże długu po wakacjach. Także doświadczenia z UK pokazują, że skok zakażeń niesie mniej hospitalizacji, więc rządy mogą stosować mniej kosztowne strategię walki z Covid.

# W skrócie – Polska

- W styczniowym Kurierze prognozowaliśmy wzrost PKB w 2021 roku na poziomie 4,5%/r, powyżej konsensusu (4,1%/r). Wskazywaliśmy na „wygasający wpływ epidemii na gospodarkę”. Ten efekt silnie zadziałał - w 1kw21, pomimo 3-jej fali PKB zanotował wzrost, dzięki przemysłowi który pozwolił gospodarce wyjść z recesji. Wraz z otwarciem gospodarki rusza „drugi silnik”, tj. usługi rynkowe (w tym handel), które od 2kw20 roku były w recesji. Pod koniec maja podnieśliśmy prognozy PKB na 2021 do 5,4%/r. Oceniamy, że już w 2kw21 PKB wrócił do poziomu sprzed pandemii, luka popytowa domknie się na przełomie 2021/22. Zagrożeniem dla naszych prognoz jest wariant delta koronawirusa, bardziej zaraźliwy, ale mniej śmiertelny (odsetek hospitalizacji poniżej 1% vs 8-9% w 3-jej fali). Rządy mogą stosować mniej kosztowne strategie walki z Covid. 4 fala nie powstrzyma odbicia gospodarczego, ewentualnie spowoduje, że będzie ono rozłożone w czasie.
- Obawiamy się, że wysoki wzrost inwestycji publicznych założony w Krajowym Planie Odbudowy i Polskim Ładzie będzie trudny do realizacji. Poza tym wiele inwestycji z obu planów pokrywa się, co oznacza mniejsze potrzeby pożyczkowe niż prosta suma ich obu. Sposobem na dodatkowe rozpedzenie koniunktury (ale też wzrost potrzeb) może być Fundusz Polski Ład, finansowany z emisji obligacji BGK. Pozostaje on pod kontrolą Premiera i daje duże pole manewru w zakresie wydatków.
- W styczniowym Kurierze pisaliśmy, że recesja wywołana przez pandemię nie spowoduje spadku inflacji w 2021 i prognozujemy wyższy indeks CPI niż konsensus. Obecnie uważamy, że inflacja (szczególnie bazowa) pozostanie wysoka w kolejnych 2-3 latach. Podtrzymujemy opinię, że stoją za nią nie tylko czynniki przejściowe, ale także długoterminowe (proinflacyjna struktura PKB). Naszym zdaniem uruchomienie presji popytowej w 2022 (podwójny impuls fiskalny, domknięcie luki PKB), opóźnione efekty wysokiego PPI czy wciąż wysokie cen transportu podtrzymają wysoką inflację bazową, gdy osłabnie działania czynników przejściowych i nastąpi ograniczony spadek CPI (4,1-3,5%/r w 2021-22 średnio). Rada stopniowo zmieni swoje podejście pod wpływem nowych projekcji NBP. Nastawienie prezesa NBP choć zmienne to wykazuje trend w kierunku podwyżek. W kwietniu mówił o ich braku do końca kadencji RPP. W maju przyznał, że mogą mieć miejsce w poł. 2022, a w lipcu dopuszczał koniec 2021. Stawiamy na listopad, to spójne z naszymi prognozami CPI, konsensus wciąż nie. Pod koniec 2022 stopy wyniosą 1,25%.
- W 3kw21 kurs €/PLN powinien dotrzeć do około 4,43-45 oraz do 4,38-4,40 pod koniec roku. Wsparciem dla złotego pozostaje koniunktura w kraju (wysoki wzrost PKB, czy nadwyżka handlowa). Cykl podwyżek stóp NBP rozpocznie się też prawdopodobnie jeszcze w tym roku. Przybliży się jednak również moment zacieśnienia polityki Fed, co jest niekorzystne dla walut rynków wschodzących. Dlatego zmiany naszej ścieżki €/PLN na najbliższe miesiące są ograniczone.
- Uważamy, że wzrost złotych stawek IRS w 2poł21 będzie relatywnie niewielki. Rynek już wycenił dość agresywną ścieżkę podwyżek stóp NBP. Na przełomie roku wzrost stawek z krótkiego końca istotnie jednak przyspieszy. Krótkie swapy na koniec 2022 znajdują się ponad 1,50%. Dłuższe stawki IRS mają mniejsze pole do wzrostu. Ten segment w większej skali podniósł się już na początku roku, razem ze stawkami w dolarze, dzięki oczekiwaniom na wyjście globalnej gospodarki z zapaści. Do końca 2022 IRS 10lat powinny wrócić do poziomów z początku 2019.

# Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat.

## Wysoka wysoki wzrost PKB i inflacji w kraju. Stopniowe podwyżki stóp NBP.

	2019	2020	1kw21	2kw21	3kw21	4kw21	2021	1kw22	2kw22	3kw22	4kw22	2022
<b>Polska</b>												
PKB r/r	4.7	-2.7	-0.9	10.6	5.1	6.8	5.4	5.4	5.3	4.6	4.8	5.0
Konsumpcja r/r	4.5	-1.3	0.2	12.0	4.5	6.3	5.5	6.0	5.8	4.9	4.9	5.4
Inwestycje r/r	6.1	-9.6	1.3	12.0	11.0	14.0	10.5	8.0	7.0	7.4	6.4	7.0
Deficyt fin. publ. %PKB	-0.7	-7.0	-	-	-	-	-4.4	-	-	-	-	-3.5
Dług publ. %PKB (kon. okr.)	45.9	57.5	-	-	-	-	59.7	-	-	-	-	58.9
Bezrobocie (kon. okr.)	5.2	6.3	6.5	5.9	5.6	5.9	5.9	6.1	5.7	5.5	5.3	5.5
CPI r/r (średnio)	2.3	3.4	2.7	4.5	4.4	4.8	4.1	3.9	3.5	3.1	2.8	3.5
Stopa referencyjna	1.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.35	0.35	0.60	0.60	1.00	1.25	1.25
<b>Bilans obrotów bieżących CA, %PKB</b>												
Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw (%r/r)	6.6	4.6	5.8	9.5	6.8	6.9	7.6	7.8	8.1	6.7	7.9	7.6
<b>Strefa euro</b>												
PKB kw/kw SAAR	1.3	-7.2	-1.3	5.9	8.2	5.7	4.5	3.2	2.0	1.9	1.6	4.0
HICP r/r (średnio)	1.2	0.2	1.0	1.9	2.2	2.0	1.8	1.9	1.9	1.5	1.6	1.7
Stopa refinansowa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>USA</b>												
PKB kw/kw SAAR	2.2	-3.6	6.4	10.6	5.4	5.9	6.7	4.0	3.4	3.0	3.2	4.6
CPI r/r (średnio)	1.8	1.2	1.9	4.6	4.8	4.9	4.1	4.6	3.4	2.8	2.6	3.4
Stopa funduszy Fed	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	0.75
<b>Rynki Finansowe</b>												
Wibor 3M (kon. okr.)	1.71	0.21	0.21	0.22	0.31	0.46	0.46	0.80	0.90	1.22	1.40	1.40
Libor 3M EUR (kon. okr.)	-0.41	-0.49	-0.55	-0.55	-0.55	-0.50	-0.50	-0.50	-0.45	-0.40	-0.40	-0.40
Libor 3M USD (kon. okr.)	1.91	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.60	0.90	0.90
US\$/PLN (kon. okr.)	3.80	3.73	3.97	3.75	3.69	3.56	3.56	3.58	3.68	3.75	3.86	3.72
US\$/PLN (średnio)	3.84	3.90	3.81	3.73	3.71	3.60	3.72	3.58	3.63	3.72	3.81	3.68
€/PLN (kon. okr.)	4.26	4.48	4.66	4.50	4.43	4.38	4.38	4.40	4.42	4.43	4.44	4.42
€/PLN (średnio)	4.30	4.46	4.57	4.52	4.45	4.40	4.48	4.40	4.41	4.43	4.44	4.42

### Polska

Wzrost PKB (kw/kw) zapoczątkowany w 1kw21 utrzyma się w kolejnych kwartałach. Rosnąca odporność gospodarki to dobry prognostyk w obliczu ryzyka 4 fali pandemii. Od maja widać efekt odbicia PKB po otwarciu gospodarki. Silniejsze uruchomienie odroczonego popytu w 2-3kw21 powinno pomóc w domknięciu ujemnej luki popytowej na przełomie 2021/22. Inflacja pozostanie wysoka w kolejnych 2-3 latach. Stoją za nią nie tylko czynniki przejściowe, ale także strukturalne.

### Strefa euro

Po otwarciu odbija konsumpcja, ale produkcja do maja była słaba, impuls dla polskiego eksportu będzie rozłożony w czasie. Mniejszy impuls fiskalny niż w USA oznacza umiarkowaną inflację, gdy wygaśnie wpływ popytu odroczonego na ceny. Inflacja może przekroczyć 2% do końca roku, ale później spadnie. ECB deklaruje potrzebę utrzymywania akomodacyjnej polityki.

### USA

Administracja J.Bidena pracuje nad dodatkowymi pakietami fiskalnymi: infrastrukturalnym (US\$1,2bln) oraz socjalnym (US\$180mld rocznie). Podwyższona inflacja i szybki wzrost skłoniły Fed do zasygnalizowania wcześniejszych podwyżek stóp (w 2023, zamiast 2024).

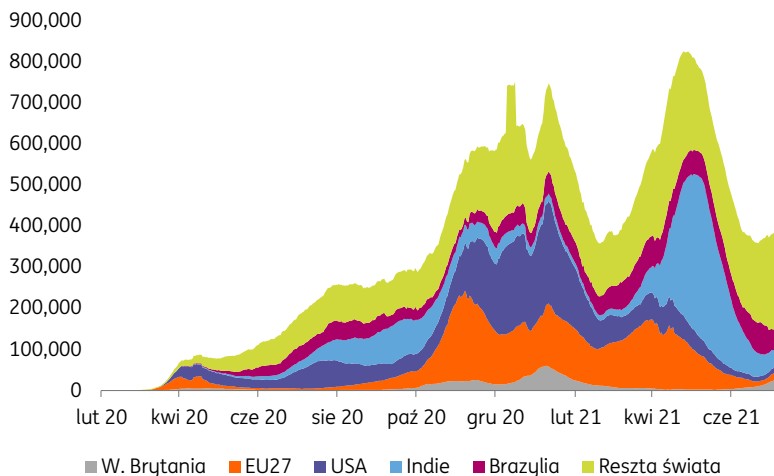
### Rynki finansowe

Wzrost €/US\$ do 1,23 w gru-21. W 2022 dolar ponownie mocniejszy (1,15) dzięki zacieśnieniu Fed przed ECB. Dalsze umocnienie złotego w 2poł21. W 2022 €/PLN stabilny. Długoterminowe rentowności w USD spadają od marca-pojawił się wielki popyt na dług w USD, rynek obawia się też zacieśnienia fiskalnego w 22-23. Wyższe podaże w długu w USD w 2poł22 przyniosą normalizację.

# Covid-19: Pandemia przygasta, ale...

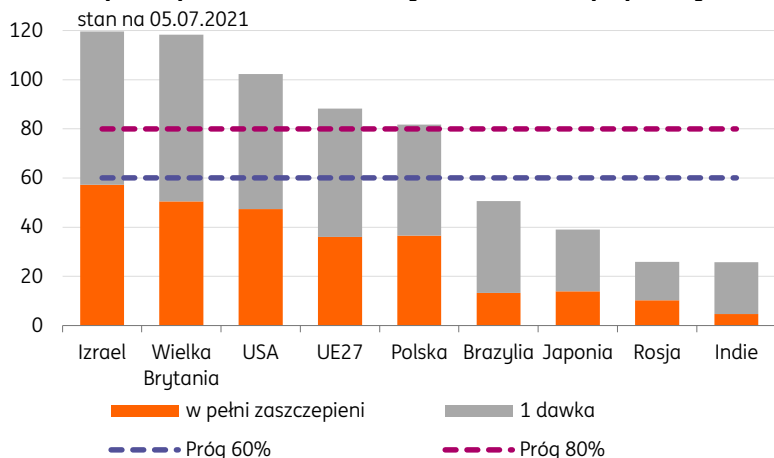
... nowe warianty koronawirusa rodzą ograniczone ryzyko dla odbudowy gospodarek.

## Nowe przypadki Covid-19 na świecie, 7-dniowa średnia



Źródło: Uniwersytet Johna Hopkinsa

## Zaszczepieni przeciw Covid-19 jako odsetek populacji, w %



Źródło: ING na podstawie danych Bloomberg.

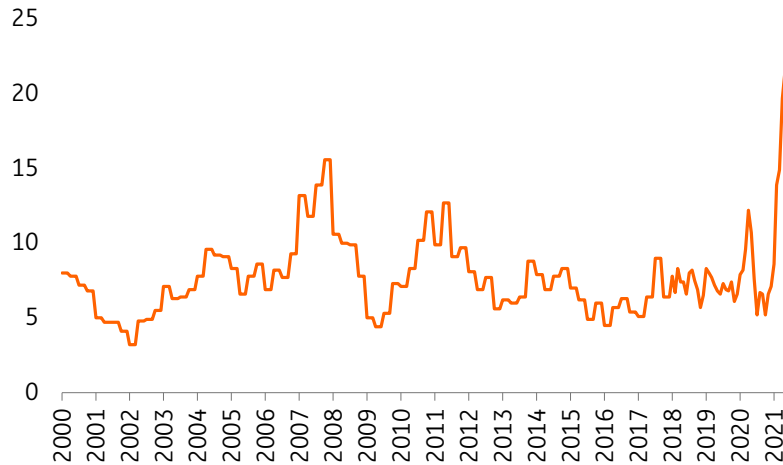
- Po szczycie ponad 800tys. nowych przypadków Covid-19 dziennie na świecie pod koniec kwietnia, pandemia jest w odwrocie. Jednakże od połowy czerwca, globalna liczba zakażeń koronawirusem (7-dniowa średnia), zatrzymała się na poziomie około 360tys. dziennie, a ostatnio rośnie. Indie nie są już krajem o najwyższej liczbie zakażeń na świecie, lecz ponownie Brazylia. Przypada na nią 13% nowych przypadków Covid-19 globalnie, na Indie – 11%. Trudna sytuacja epidemiczna wciąż panuje w innych krajach Ameryki Płd.
- W Europie utrzymuje się spadkowy trend zachorowań (i ich niska liczba w Polsce), z wyjątkiem m.in. Rosji, Wielkiej Brytanii, Hiszpanii czy Portugalii. W szczególności w Wielkiej Brytanii wiąże się to z rozprzestrzenianiem bardziej zaraźliwego wariantu delta koronawirusa, zwanego wcześniej indyjskim.
- Zachodnie szczepionki nie chronią w pełni przed zachorowaniem na tę odmianę wirusa, ale istotnie zmniejszają ryzyko ciężkiego przebiegu (% hospitalizowanych w czasie 2-jej fali wynosił około 8%, obecnie w UK <1%). Wirus jest bardziej zaraźliwy, ale mniej groźny dla szczepionych. To oznacza, że liczba przypadków w Europie może silnie wzrosnąć nawet latem (patrz UK), ale rządy mogą stosować surowsze (i bardziej kosztowne gospodarczo) restrykcje dopiero gdy pojawi się ryzyko przepełnienia szpitali, a nie gdy liczba zachorowań skoczy, a to mniejsze ryzyko dla PKB.
- Rządy będą próbować przyspieszać programy szczepień (może obowiązkowe szczepienia) bo to pozwoli osłabić 4-tą falę. Upływ czasu oznacza coraz większy odsetek zaszczepionych a więc mniejsze ryzyko ciężkich stanów. Dzięki szczepieniom wirus przebiega łagodniej więc rządy mogą wybierać strategie mniej kosztowne gospodarczo, a twardsze lockdowny pojawią się dopiero gdy wzrośnie ryzyko przepełnienia szpitali a nie sam skok zachorowań.



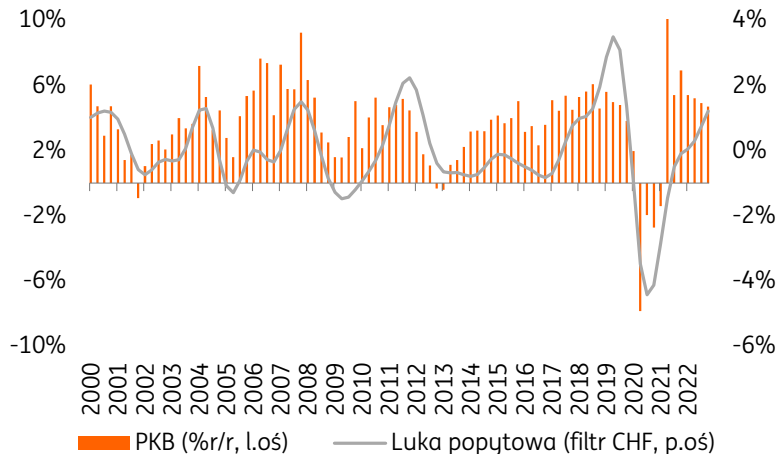
# PKB: Napięcia na linii popyt-podaż.

W przyszłym roku wzocni je dodatkowo powiększająca się dodatnia luka popytowa.

**Przetwórstwo: niedobór sprzętu oraz/lub materiałów i surowców jako bariera działalności**



**PKB i luka popytowa**



Źródło: GUS, ING

- Firmy sektora wytwórczego w Polsce i na świecie raportują rekordowe wzrosty zaległości produkcyjnych, spowodowane wzrostem popytu przy ograniczonej dostępności surowców, podzespołów (np. układy scalone), ale też i pracowników.
- Duże zaburzenia na linii popyt-podaż ujawniły się zanim gospodarki w pełni doświadczyły siły odbicia popytu po recesji wywołanej pandemią. To powód utrzymania spadków produkcji w Niemczech w kwietniu-maju, podczas gdy zamówienia i sprzedaż detaliczna wyprzedziły produkcję. Ostatnio zagrożeniem dla popytu konsumpcyjnego jest także 4 fala pandemii. Dlatego w naszych prognozach PKB obniżyliśmy skalę odbicia PKB w 3kw21 zakładając, że część odbicia pojawi się w 4kw21. Wciąż wysokie tempo PKB będzie generować wzrost nierównowagi pomiędzy popytem i podażą zwiększając dodatnią już lukę popytową.
- Po stronie podażowej, zaburzenia w łańcuchach dostaw mogą potrwać jeszcze w 2022. Odbudowa sieci logistycznych przerwanych w okresie pandemii nie będzie szybka. Dodatkowo wystąpi przebudowa łańcuchów produkcji przez firmy w celu zwiększenia bezpieczeństwa dostaw w przyszłości.
- Z kolei strona popytowa gospodarki otrzyma wsparcie ze strony unijnego Funduszu Odbudowy, ale także Polskiego Ładu. Wciąż nie wiemy jaki będzie ostateczny jego kształt. Na obecnym etapie oceniamy, że samo uruchomienie zmian w PIT i niewielkiej części programów infrastrukturalnych może podbić PKB w 2022 o ok. 0,5pp a inflację ok. 0,2pp. Ale dodatkowe możliwości wydatkowe daje Fundusz Polski Ład, finansowany z emisji obligacji BGK. Pozostaje on pod kontrolą Premiera i daje duże pole manewru w okresie przedwyborczym. Widzimy ryzyko zwiększenia napięć na linii popyt-podaż w 2022.



# Inwestycje: Polski Ład pokrywa się z Krajowym Planem Odbudowy. Ograniczy to potrzeby pożyczkowe na inwestycje. Widzimy ryzyko nowych transferów.

## Programy inwestycyjne zaplanowane w Krajowym Planie Odbudowy oraz Polskim Ładzie.

		KPO	Polski Ład
Transformacja energetyczna	Farmy wiatrowe na morzu	✓	✓
	Program „Mój prąd” (dopłaty do fotowoltaiki)	✓	✓
	Transport niskoemisyjny (dopłaty do samochodów elektrycznych)	✓	✓
Ochrona zdrowia	Nowoczesne technologie medyczne	✓	✓
	Rozwój kadr medycznych	✓	✓
	Wsparcie nauk medycznych	✓	
	Krajowa sieć onkologiczna	✓	✓
	Krajowa sieć kardiologiczna	✓	✓
	Profilaktyka 40+		✓
	Modernizacje szpitali		✓
Inne	Program „Czyste powietrze” (dotacje do wymiany pieców)	✓	✓
	Cyfryzacja administracji publicznej i szkolnictwa	✓	✓

- Jednym z motorów koniunktury w 2022 mają być inwestycje z Polskiego Ładu (ok. PLN60mld rocznie, w tym inwestycje prywatnych w nieokreślonej skali) oraz z Krajowego Planu Odbudowy (ok. PLN54mld rocznie). Spodziewamy się jednak, że faktyczne nakłady będą niższe niż prosta suma obu programów. Uważamy także, że ich wpływ na pobudzenie inwestycji prywatnych w kapitał produkcyjny będzie ograniczony.
- PŁ i KPO obejmują bardzo podobne obszary, m.in. ochronę środowiska, transformację energetyczną, czysty transport i ochronę zdrowia. Głównym źródłem finansowania istotnej części zaplanowanych w PŁ inwestycji mogą być fundusze unijne, a nie krajowy budżet. Dodatkowym źródłem finansowania będzie Fundusz Polski Ład, zasilany z emisji obligacji BGK. Widzimy duże szanse, że środki pożyczone przez BGK mogą zostać wykorzystane na inne cele niż stymulowanie inwestycji prywatnych (np. kolejne transfery socjalne), co tylko będzie utrzymywać niekorzystną strukturę PKB z ostatnich lat.
- Budowa farm wiatrowych i towarzyszącej im infrastruktury w ramach Polskiego Ładu / KPO, zostanie zaklasyfikowana jako inwestycje prywatne dużych przedsiębiorstw. Ich koszt szacowany jest na 1-2%PKB rocznie, więc udział inwestycji prywatnych w PKB prawdopodobnie wyraźnie wzrośnie.
- Jednak słabość inwestycji w Polsce widoczna jest w dużej mierze wśród małych i średnich przedsiębiorstw. Zmniejszyły one znacznie aktywność inwestycyjną jako %PKB z powodu m.in. ogólnego pogorszenia instytucjonalnego, niepewności regulacyjnej (np. prawa podatkowego), braków kadrowych. Polski Ład / KPO w niewielkim stopniu adresuje te problemy. Dlatego jego wpływ na inwestycje prywatne (szczególnie MSP) będzie ograniczony. Liczymy raczej na pośrednie ożywienie inwestycyjne, wygenerowane gdy tempo PKB wzrośnie.

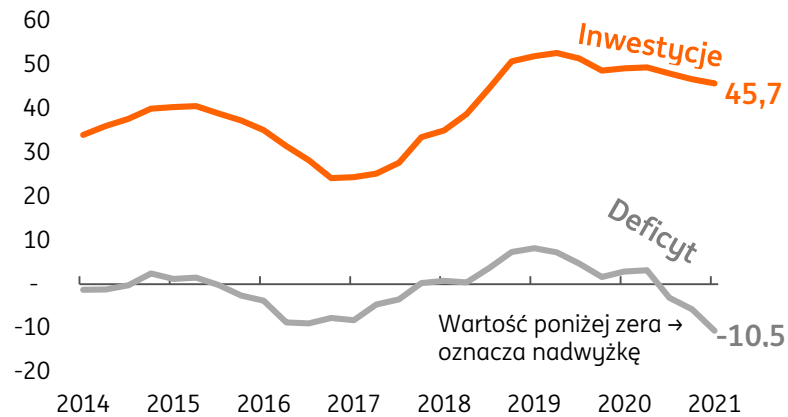


# Inwestycje: Wzrost publicznych będzie mniejszy niż planowany.

## KPO jest zbyt restrykcyjny, a specustawa kolejowa wymaga dostosowania do prawa UE.

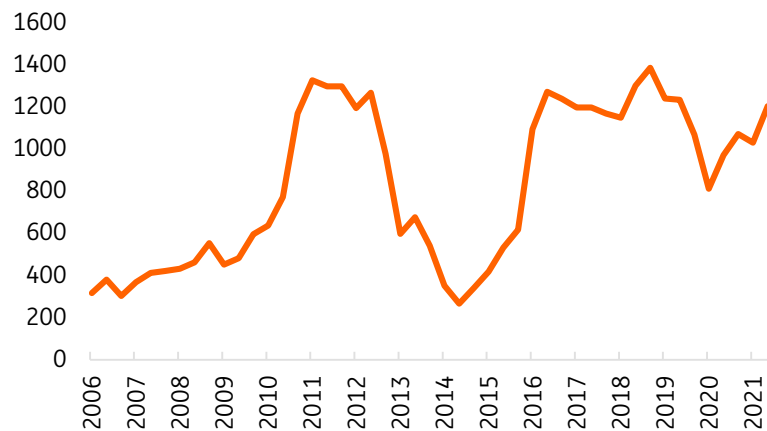
### Inwestycje i deficyt samorządów w Polsce, mld zł

Suma krocząca 4-kwartały



Źródło: Ministerstwo Finansów

### Liczba kilometrów dróg szybkiego ruchu w budowie

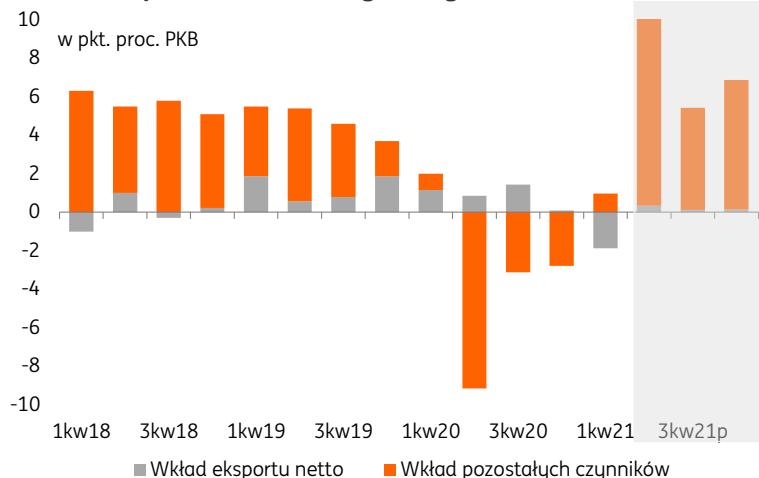


Źródło: <https://www.skyscrapercity.com/>

- Skokowe zwiększenie inwestycji jest dużo trudniejsze do realizacji niż zwiększenie transferów socjalnych lub obniżenie podatków. Potrzebna jest do tego duża liczba gotowych projektów inwestycyjnych, sprawny proces administracyjny (uzyskanie zgód, organizacja przetargów) oraz potencjał wykonawczy po stronie firm. Sądzymy, że uwarunkowania te nie pozwolą zwiększyć inwestycji publicznych w stopniu zaplanowanym w Krajowym Planie Odbudowy / Polskim Ładzie.
- Samorzady mają relatywnie największy potencjał do zwiększenia inwestycji. W 2020 wstrzymywały one uruchamianie nowych projektów, obawiając się pogorszenia sytuacji finansowej po pandemii. Dzięki temu zgromadziły PLN10mld nadwyżki finansowej. Oznacza to, że mogą one szybko wznowić wspomniane projekty. Utrudnią to natomiast restrykcyjne plany KPO, które wykluczają wiele typów największych inwestycji (np. metro, nowe linie tramwajowe).
- Dużo trudniejsza sytuacja panuje w agencjach centralnych. Tempo budowy dróg ekspresowych i autostrad już obecnie jest wysokie – blisko historycznego maksimum. Dużo nowych inwestycji rozpoczęto stosunkowo niedawno (np. A2, S11, S19). Oznacza to, że potencjał wykonawczy polskiego sektora budowlanego w tym obszarze jest bliski wyczerpania.
- Barię zwiększenia inwestycji kolejowych jest z kolei spór z Komisją Europejską na tle niezgodności specustawy kolejowej (używanej powszechnie do przyspieszania inwestycji na kolei) z regulacjami środowiskowymi UE. W efekcie, w 2021 PKP PLK wstrzymała przetargi o wartości PLN5-8mld.
- Uruchomienie Funduszu Odbudowy zwiększy inwestycje publiczne (głównie w samorządach), ale powoli (o PLN10mld w 2021). Aby wesprzeć PKB w 22-23, może być zaangażowany Fundusz Polski Ład (BGK), też na cele pozainwestycyjne.

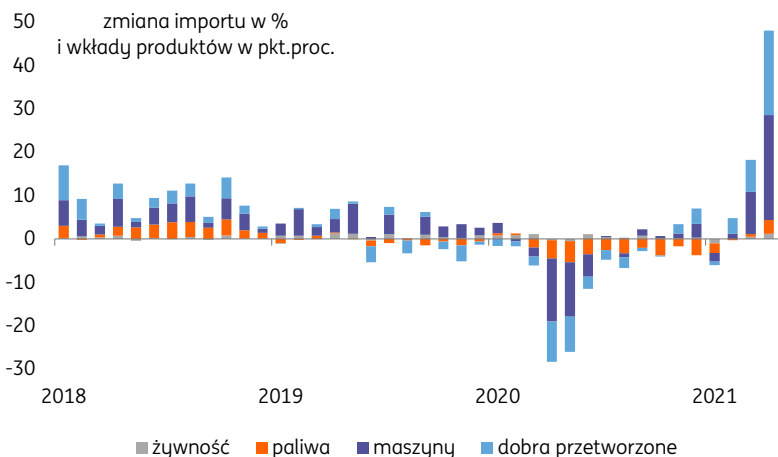
# Imponująca nadwyżka w obrotach bieżących bilansu płatniczego. Ale eksport netto nie nakręci wzrostu PKB w 2021.

## Wkład eksportu netto i innych czynników do wzrostu PKB



Źródło: GUS.

## Wkład w dynamikę importu, narastająco od początku roku



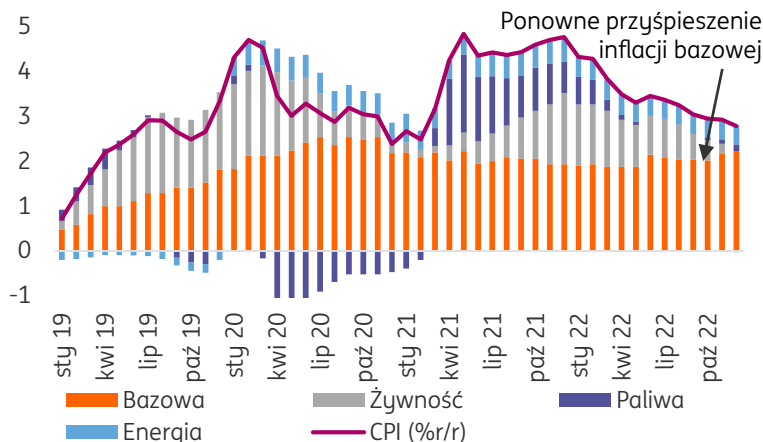
Źródło: GUS, szacunki ING.

- Szacujemy, że po kwietniu 2021 nadwyżka w obrotach bieżących bilansu płatniczego sięgnęła rekordowego poziomu 3,9%PKB (narastająco za 12 miesięcy). Pokażnej nadwyżce w handlu towarami tradycyjnie towarzyszyła (rosnąca) nadwyżka w wymianie usługami i (rosnący) chroniczny deficyt w dochodach pierwotnych. Dochody wtórne są zrównoważone.
- Według NBP, wzrost eksportu w ostatnich miesiącach napędzały produkty zaawansowane technologicznie jak baterie samochodowe i odbiorniki telewizyjne, ale także polskie specjalizacje, jak meble. Po stronie importu największy wpływ na wynik miały wyroby walcowane z żeliwa i stali, odzież, części do telewizorów oraz komputery i procesory.
- Oczekiwane przez nas silniejsze odbicie popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w kolejnych kwartałach pociągnie za sobą wzrost importu, jednak nadwyżka w bilansie obrotów bieżących w 2021 roku utrzyma się na wysokim poziomie około 3% PKB.
- Eksport netto okazał się silnym motorem wzrostu gospodarczego w pandemicznym 2020 roku (dodatni wkład 0,9pp we wzrost PKB). W kontekście mocnych danych NBP o bilansie płatniczym, ujemny 1,9pp wkład eksportu netto we wzrost PKB w 1kw21 był zaskakujący. Dopuszczamy możliwość korekty danych GUS za 1kw21 w tej kategorii.
- Prognozujemy, że w pozostałych kwartałach 2021 wkład eksportu netto będzie lekko dodatni, a w całym roku nieznacznie ujemny (-0,3pp). Będzie to wynikać odbudowy popytu krajowego i wzrostu importu, szczególnie w kategoriach, które najbardziej ucierpiały w czasie pandemii, takich jak maszyny i dobra przetworzone.

# Inflacja: Pozostanie uporczywie wysoka, szczególnie bazowa.

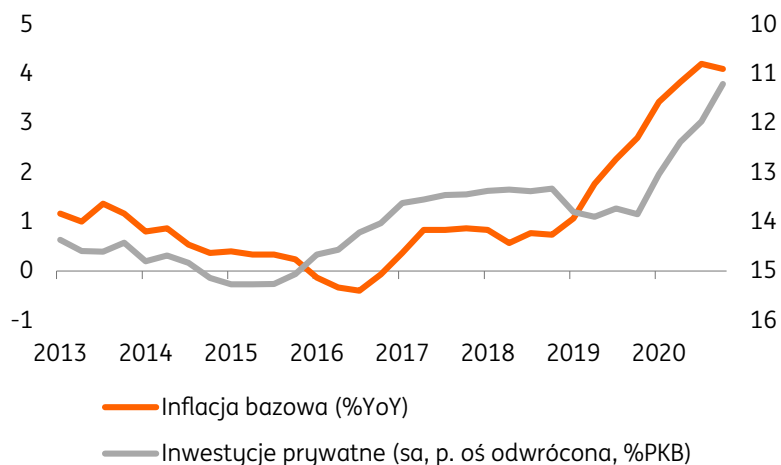
## Pomimo pierwszego od 1991 spadku rocznego PKB w 2020 inflacja bazowa przyspieszyła.

### Struktura inflacji w Polsce



Źródło: GUS, ING

### Inwestycje prywatne i przebieg inflacji bazowej



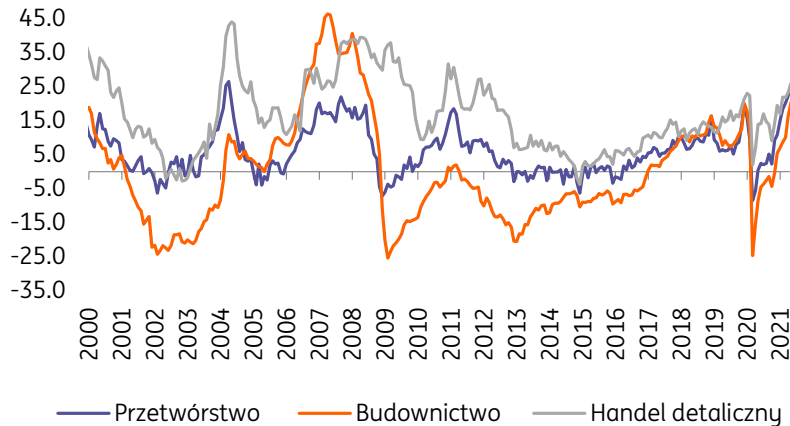
- W styczniowym Kurierze pisaliśmy, że recesja wywołana przez pandemię w niewielkim stopniu przyczyni się do spadku inflacji w 2021 roku i prognozujemy wyższy indeks CPI niż konsensus. Obecnie uważamy, że inflacja pozostanie wysoka w kolejnych 2-3 latach (średnio 4,1-3,5%/r w 2021-22). Podtrzymujemy opinię, że stoją za nią nie tylko czynniki przejściowe, ale także strukturalne. Zakładamy, że uruchomienie presji popytowej w 2022 roku potrzyma wysoką inflację bazową (około 3,5%/r), gdy osłabną czynniki przejściowe. W 2022 CPI spadnie w okolice górnej granicy ponad celem NBP, bardziej niepokojące jest to iż bazowa zostanie na rekordowym poziomie 3,5%/r.
- Wśród trwałych czynników inflacyjnych widzimy strukturę PKB z ostatnich lat, z dużym udziałem konsumpcji i niskim udziałem inwestycji prywatnych w PKB (w 2020 roku spadł on do rekordowo niskiego poziomu 12,1%PKB). Do końca 2022 udział ten będzie rósł, jednak na nie przekroczy 4kw19. Słabość inwestycji ogranicza wzrost produktywności, który mógłby łagodzić presję cenową w warunkach rosnącego popytu napędzanego transferami publicznymi. Dlatego Polska w okresie pandemii wchodziła z wysoką inflacją, 4,7%/r w lutym 2020.
- Nasze modele wskazują, że w najbliższych kwartałach nie ma co liczyć na istotny spadek inflacji bazowej w Polsce, w 2022 mocno będzie działać ożywienie popytu konsumpcyjnego i opóźnione efekty wysokiego PPI. W 2poł22 inflacja bazowa przyspieszy też pod wpływem dodatniej już luki produktowej w warunkach szybkiego wzrostu PKB i podwójnej stymulacji fiskalnej. Pod koniec 2022 bazowa ponownie przyspiesza.
- Od początku przyszłego roku powinna za to spadać inflacja w komponentach niebazowych, dlatego średni CPI wyniesie 3,5%/r. Zakładamy, że nie czekają nas już tak wysokie wzrosty cen paliw i żywności, które zawyżyły bazę w 2021.

Źródło: GUS, ING

# Inflacja: Rekordowe oczekiwania inflacyjne firm

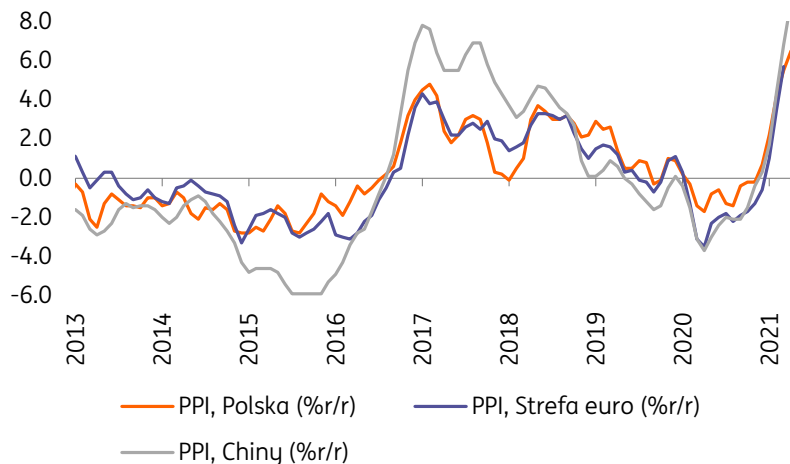
Zaburzenia w łańcuchach dostaw generują wyższe koszty i CPI z opóźnieniem ~3 kw

## Oczekiwania cenowe firm



- Rosnące opóźnienia w realizacji zamówień wymuszające reorganizację łańcuchów logistycznych, co w połączeniu z wysokimi cenami surowców przekłada się na wzrost kosztów produkcji. Firmy, korzystając z rosnącego popytu konsumpcyjnego przenoszą to na ceny wyrobów gotowych.
- W Polsce oczekiwania cenowe firm są obecnie na poziomach najwyższych od ponad 10 lat, a w przetwórstwie blisko szczytu z 1poł04 (wg GUS, wg PMI w przemyśle najwyższe w historii). To rodzi ryzyko utrzymania presji inflacyjnej w dłuższym okresie. Badania NBP wskazują, że największą wartość informacyjną dla prognoz inflacji mają w Polsce oczekiwania cenowe przedsiębiorstw.
- W maju indeks cen hurtowych PPI wzrósł do 6,5%/r, tj. poziomu najwyższego od stycznia 2012. Częściowo wzrost ten wynika z niskiej bazy, obecnie ceny surowców porównujemy do dołków z okresu załamania aktywności gospodarczej wiosną ubiegłego roku. Jednak również w ujęciu m/m wzrost inflacji PPI był relatywnie wysoki, tj. 0,8%. Ostatni raz taki wzrost w tym miesiącu widzieliśmy w maju 2018. Jednak wtedy w ujęciu r/r inflacja PPI była na poziomie 3,0%, a średnio w miesiącu w okresie styczeń-maj ceny rosły po 0,4%/m. Teraz od stycznia średnio rosną one po 1,1%/m!
- Nasze modele wskazują, że inflacja PPI przekłada się na inflację CPI z opóźnieniem około 3 kwartałów. Z podobnym opóźnieniem przekłada się inflacja PPI w Chinach na zmiany cen konsumpcyjnych w Polsce. Oznacza to, że dzisiejszy wysoki wzrost cen PPI zobaczymy w CPI dopiero w przyszłym roku.

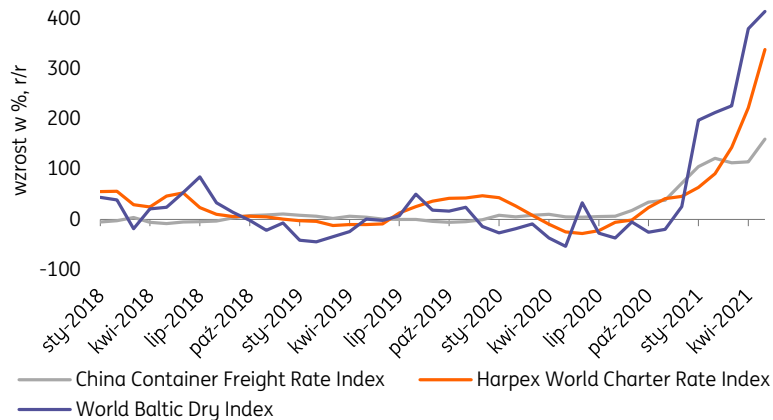
## Inflacja PPI (%r/r) w Polsce i na świecie



Źródło: GUS, OECD,

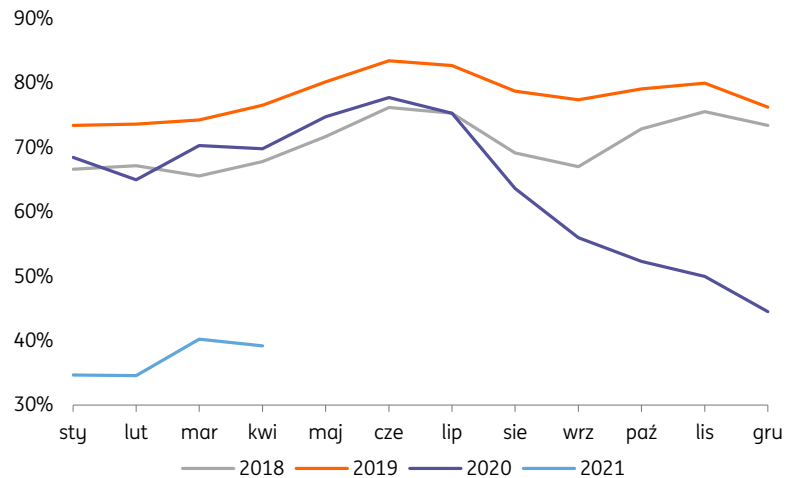
# Inflacja: Wysokie koszty frachtu morskiego utrzymają się. Wyższa podaż statków złagodzi silny wzrost popytu na transport morski dopiero w 2023.

## Globalne koszty frachtu w latach 2018-2021



Źródło: China Ministry of Transport, Harper Petersen & Co., Baltic Exchange. Via Macrobond.

## Udział statków docierających do celu na czas



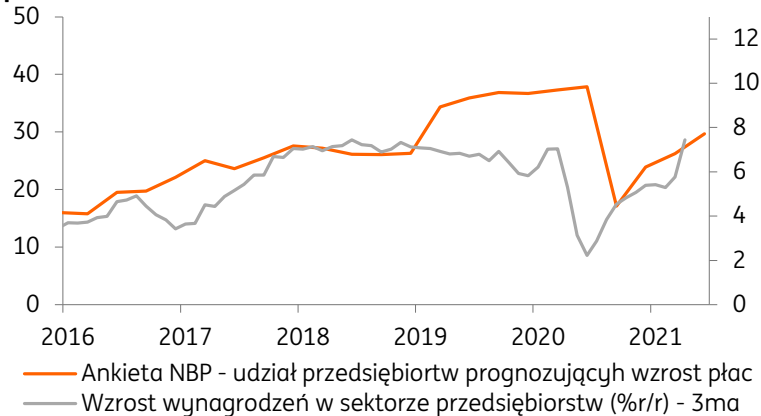
Źródło: Sea-Intelligence, ING

- Ceny frachtu są jednym z ważniejszych czynników stojących za wyższymi cenami producenta. Ze względu na zaburzenia w handlu międzynarodowym, ceny frachtu będą dalej rosły w 2pół21. W 2022 utrzymają się na podwyższonym poziomie, a rosnąca podaż statków złagodzi presję cenową w 2023.
- Na wiosnę 2021 ceny frachtu mierzone Harpex World Charter Index zwiększyły się ponad 4-krotnie, a mierzone indeksem World Baltic Dry nawet 5-krotnie niż rok wcześniej. To efekt odbicia światowej gospodarki w 2pół20 i nierównej odbudowy w gospodarce, napędzanej przez popyt na dobra przemysłowe.
- Spodziewamy się, że wzrost cen frachtu będzie kontynuowany w najbliższych kwartałach ze względu na:
  1. skutki nierównowagi popytu i podaży na dobra przemysłowe w czasie pandemii ze względu na restrykcje epidemiczne w krajach w różnym czasie,
  2. brak alternatyw dla frachtu oceanicznego,
  3. nierówne ożywienie w gospodarce światowej w 2021,
  4. wysoką liczbę anulowanych odpraw portowych,
  5. istotnie niższą liczbę statków docierających do celu zgodnie z rozkładem. W latach 2018-19 było to około 80% statków, w 2021 - niespełna 40%.
- Ze względu na wzrost cen frachtu, jego udział w kosztach niektórych dóbr niskomargowych (np. małe AGD, zabawki, koszulki t-shirt) wzrósł z 5% do ponad 20% i zmiana ta przełoży się na ceny płacone przez konsumenta.
- Skokowy wzrost popytu spotkał się już z rekordowym wzrostem zamówień na nowe kontenerowce, ale 6% wzrost ich potencjału transportowego spodziewany jest dopiero w 2023. Nawet jeśli uda się złagodzić istniejące napięcia, ceny frachtu raczej nie wrócą do poziomu sprzed pandemii.

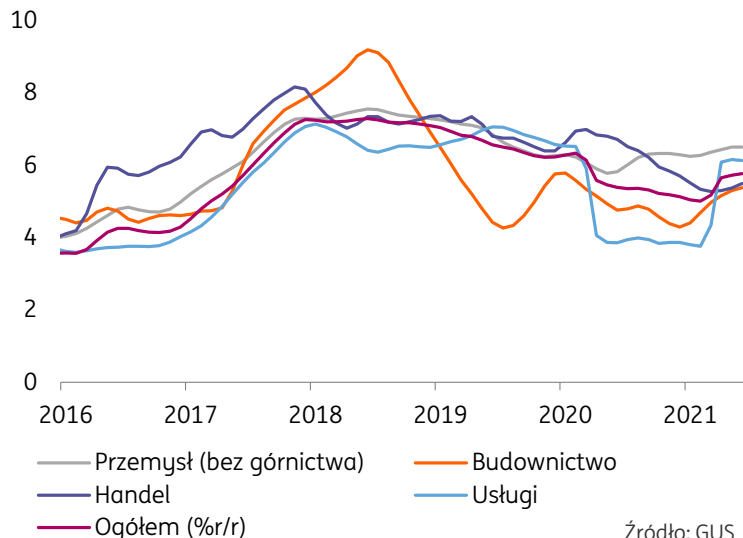
# Rynek pracy: Płace przyspieszą dopiero w 1kw22

## Presję płacową ograniczy wygaśnięcie ochrony miejsc pracy z tarcz finansowych

**Odsetek firm planujących zwiększenie płac powrócił do poziomu z 2018.**



**Dynamika wzrostu płac wg sektorów (trend, %r/r)**



Źródło: GUS

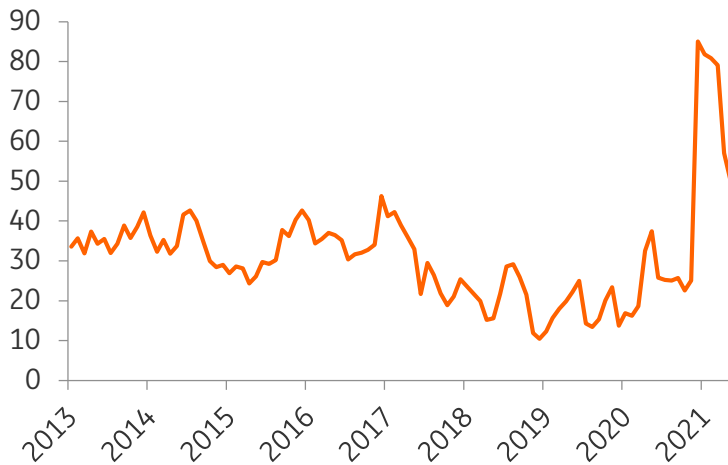
- Tempo wzrostu płac sięgnęło w kwietniu i maju 10%/r, ale wynika to głównie z bardzo niskiej bazy porównawczej z ubiegłego roku, gdy bardzo wiele firm wysyłało pracowników na postojowe oraz ograniczało wymiar czasu pracy i płace. Od czerwca ten efekt będzie wygasł i dynamika płac obniży się do ok. 7%/r i pozostanie na tym poziomie do końca 2021
- Wysoka inflacja może zwiększyć presję na wzrost płac ze strony pracowników. Jednak nie spodziewamy się znacznego zwiększenia dynamiki płac w najbliższych miesiącach. Odsetek firm planujących zwiększenie płac osiągnął jak na razie poziom z 2018 i nie wskazuje na zwiększenie skali podwyżek. Czynnikiem hamującym będzie wygasanie ochrony miejsc pracy związanych z tarczą finansową PFR. Może to spowodować podwyższoną liczbę zwolnień pracowników z powodu zmian strukturalnych gospodarki (np. upowszechnienia się pracy zdalnej i handlu w internecie). Wprawdzie spodziewamy się, że zwolnienia zostaną skompensowane przez kreację nowych miejsc pracy przez firmy korzystające na ożywieniu gospodarczym, ale zwiększone przepływy na rynku pracy ograniczą naszym zdaniem presję płacową.
- Dynamika wynagrodzeń wzrośnie naszym zdaniem w 1kw22, gdy zwyczajowo mają miejsce podwyżki. Punktem odniesienia w negocjacjach płacowych będzie inflacja z końca 2021 roku, która będzie ponownie bliska 5%. Spodziewamy się, że dynamika płac przekroczy 8%, po czym ustabilizuje się na nieco niższym poziomie przez resztę roku (po odsezonowaniu).



# Budżet: Deficyt obniży się mocno w 2021. Ryzyko w 2022.

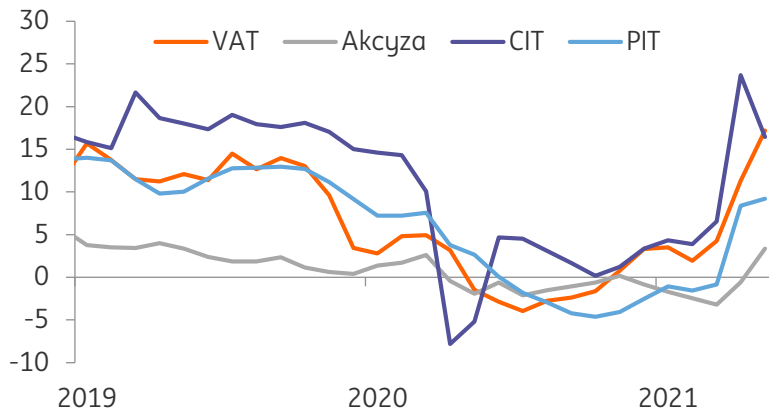
## Finanse publiczne korzystają na wyższej inflacji, ale rodzi to pokusę nowych obietnic.

### Deficyt budżetowy, suma krocząca 12m, PLNmld



### Wzrost dochodów podatkowych (% r/r)

Dotyczy sum kroczących 12-miesięcznych



- Rewidujemy prognozę deficytu finansów publicznych na 2021 z 5,4 do 4,2% PKB. Mamy ku temu następujące powody:

1. Dochody podatkowe od stycznia do maja rosły znacznie szybciej niż się spodziewaliśmy na początku roku. Dochody te w całym 2021 będą o PLN35mld wyższe niż założone w ustawie budżetowej. Wcześniej zakładaliśmy wzrost o PLN20mld. Przełoży się to na obniżenie deficytu o 0,6% PKB.
2. Wzrost gospodarczy oraz inflacja również będą wyższe niż wcześniej oczekiwaliśmy, co zwiększy bazę odniesienia dla deficytu. Ten efekt obniży deficyt o ok. 0,2% PKB.
3. Malejące wydatki inwestycyjne samorządów w 1kw21 sugerują, że na koniec roku wypracują nadwyżkę 0,2% PKB.

- Kolejny rok wysokiego nominalnego wzrostu gospodarczego w 2022 powinien umożliwić dalszą konsolidację fiskalną - spodziewamy się obniżenia deficytu do ok. 3,5% PKB. Zakładamy, że koszt Polskiego Ładu dla budżetu wyniesie PLN35mld w 2022 (wobec PLN40-50mld szacowanych przez rząd), na który składa się:

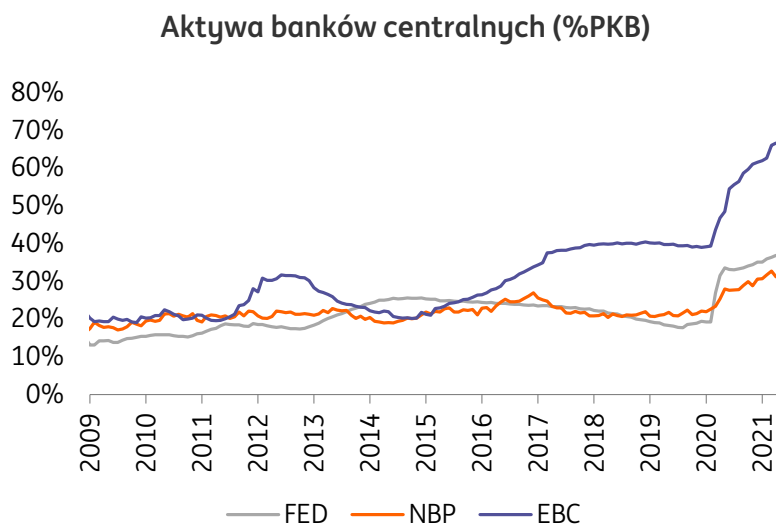
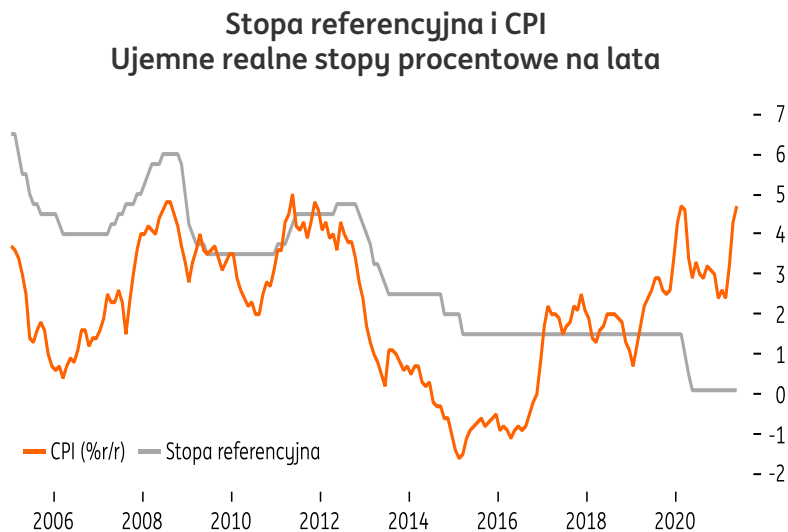
1. Podniesienie kwoty wolnej PIT (30tys zł): PLN20mld
  2. Ulgi dla firm i programy inwestycyjne: PLN10mld
  3. Dodatkowe transfery socjalne: PLN5mld.
  4. Wzrost wydatków na zdrowie (o ok. PLN5mld) zostanie zaś w pełni sfinansowany przez wyższą składkę zdrowotną.
- Sądzymy, że istnieje ryzyko wyższego deficytu (ESA2010) w 2022, gdyż rząd wykazuje skłonność do zwiększania skali Polskiego Ładu, np. poprzez obniżenie ryczałtu PIT dla informatyków, albo Fundusz Polski Ład w BGK, który ma w założeniach pozyskać nawet PLN100mld w ciągu 2-3 lat. Tak dużych środków trudno będzie wydać w szybkim tempie na inwestycje, ale rząd będzie miał pokusę dalszego zwiększenia wydatków socjalnych. To czynnik ryzyka dla deficytu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych i prognoz Ministerstwa Finansów



# Polityka monetarna: Powolna normalizacja.

Brak porecesyjnego spadku inflacji bazowej w 2poł21-22 przekona RPP do podwyżek.



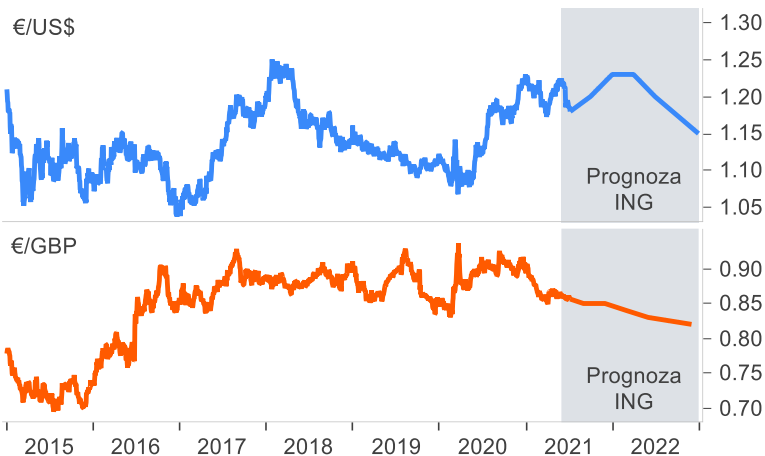
- Od posiedzenia w maju nastawienie RPP stopniowo się zmienia. Wypowiedzi prezesa NBP też wykazują trend w kierunku podwyżek. W kwietniu mówił o ich braku do końca kadencji RPP. W maju przyznał, że mogą mieć miejsce w poł. 2022, a w lipcu dopuszczał koniec 2021. Stawiamy na listopad, wraz z publikacją nowej projekcji. To spójne z naszymi prognozami CPI które pokazują uporczywie wysoką inflacją bazową w 2022-23, nawet wtedy gdy CPI spadnie dzięki niższej kontrybucji paliw i żywności. Konsensus wciąż oczekuje późniejszego rozpoczęcia zacieśniania. Pod koniec 2022 stopy wyniosą wg nas 1,25%.
- RPP zanim rozpocznie podwyżki chce zobaczyć jak dużym zagrożeniem jest 4. fala pandemii, czy ożywienie jest trwałe oraz jakim ryzykiem jest presja popytowa. Ta pojawi się dzięki otwarciu gospodarki oraz stymulacji fiskalnej w 2022 roku (to różnica do np. USA gdzie w 22-23 może nastąpić zacieśnienie).
- Nie jest jasne jak wyglądać będzie program skupu obligacji. Wcześniej prezes NBP mówił, że zakupy mogłyby być kontynuowane nawet bezterminowo, ostatnio skłaniał się do wygaszenia QE przed rozpoczęciem podwyżek. W Radzie pojawiły się opinie (m.in. E.Gatnara), że zakupy mogłyby być kontynuowane przez jakiś czas po rozpoczęciu podwyżek. Takie rozwiązanie zastosowali Węgrzy, wspomina o tym Fed bo wysoka inflacja sugeruje inną kolejność niż w przeszłości.
- Naszym zdaniem przyszłość QE będzie pochodną skali emisji obligacji BGK/PFR. Niska płynność tych obligacji na rynku wtórnym ogranicza popyt. Dlatego jeżeli sektor publiczny zdecyduje się finansować kolejne wydatki z tego źródła, wsparcie NBP będzie konieczne. Zakupów SPW się nie spodziewamy, gdyż co najmniej do końca roku emisji netto tych instrumentów praktycznie nie będzie.

# €/US\$: Wzrost do 1,23 w 2poł21, w 2022 mocny dolar.

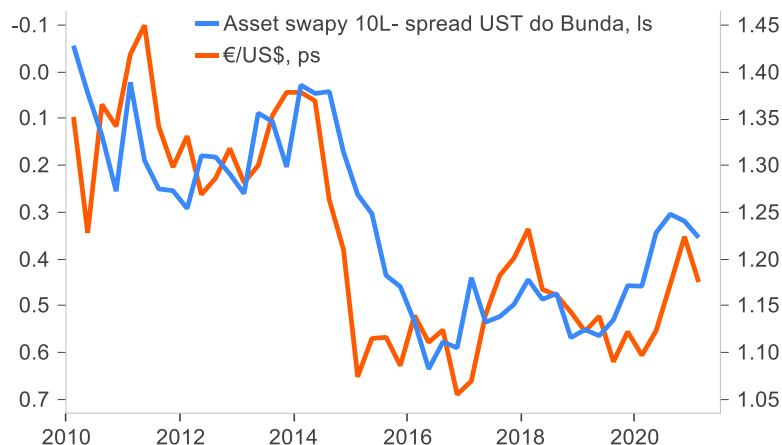
Dolarowi cięży deficyt handlowy USA i odpływ kapitału na rynki wschodzące.

## €/US\$ i €/GBP – prognozy ING

Dolar nadal pod presją. Funt będzie odzyskiwać siły.



## €/US\$ i asset swapy – od kryzysu finansowego kluczowa jest skala QE Fed vs EBC

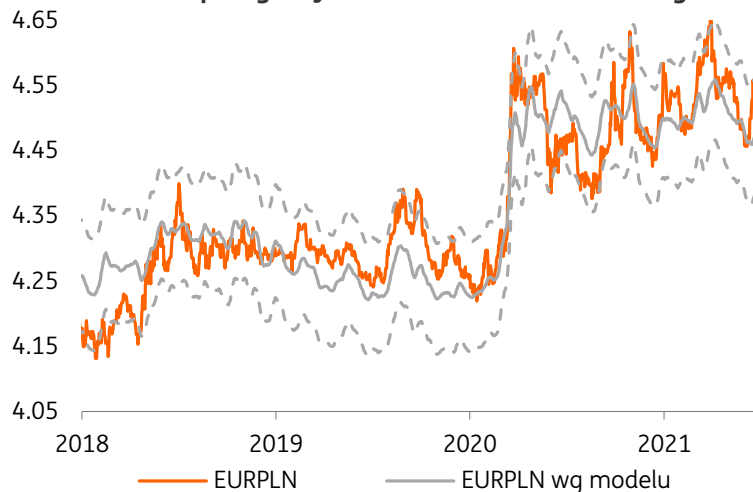


- Przybliżenie podwyżek Fed i obawy o 4 falę pandemii umocniły dolara w czerwcu. Wciąż jednak oczekujemy, że €/US\$ wzrośnie do maksymalnie 1,23 pod koniec roku. Gospodarka USA prawdopodobnie osiągnęła już swój szczyt, budowany na poluzowaniu fiskalnym. Resztę świata dopiero czeka przyspieszenie, wraz z wychodzeniem z pandemii. Pierwsze sygnały ożywienia po otwarciu gospodarki Eurolandu pokazują dopiero majowe dane. Duże poluzowanie fiskalne powinno też skutkować pogłębieniem deficytu w handlowego USA.
- W 2022 spodziewamy się spadku €/US\$ poniżej 1,20. W naszej ocenie Fed zdecyduje się na szybszą normalizację polityki Fed niż EBC. Jeszcze w 2022 FOMC powinien wygasić program skupu aktywów. Od kryzysu finansowego QE to kluczowy czynnik sterujący €/US\$ - większa skala QE Fed niż EBC oznacza słabszego dolara (zawężenie asset swapa UST szybsze niż w przypadku Bunda, porównaj wykres obok).
- Co więcej próby ujednoczenia stawek CIT w grupie G7 a docelowo w OECD mogą ograniczyć odpływ kapitałów z USA w długim terminie. Obecnie amerykańskie korporacje utrzymują dużą część zysków (nawet ponad 50%) w rajach podatkowych.
- Uważamy, że na koniec tego roku dojdzie do spadku €/GBP do 0,85 i do 0,82 na koniec 2022. Brytyjska gospodarka lepiej radziła sobie w czasie pandemii niż strefa euro. Bardziej pozytywne są też jej perspektywy na kolejne miesiące. W naszej ocenie pozwoli to na szybszą normalizację polityki Banku Anglii niż EBC, w tym wygaszenie programu skupu aktywów. Podobnie jak w przypadku €/US\$ jest to kluczowy czynnik kształtujący zachowanie €/GBP. Sugeruje to wzrost GBP/PLN ponad 5,30 na koniec przyszłego roku.

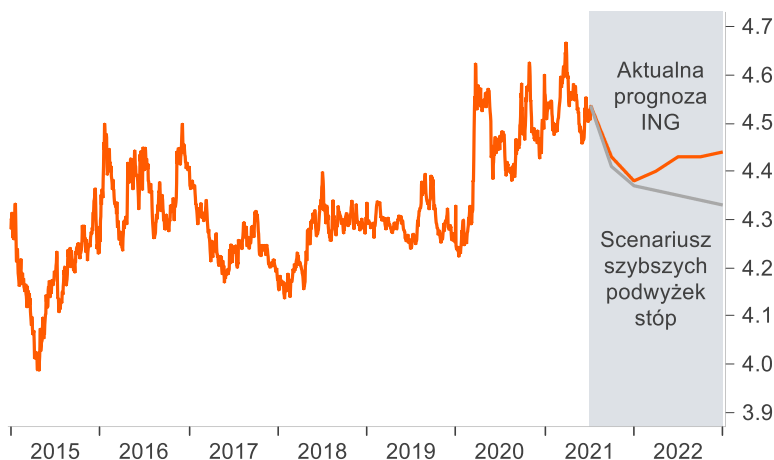
# €/PLN: Poniżej 4,40 na koniec roku.

Szybsze podwyżki stóp NBP pomogą złotemu, zagrożeniem jest mocny dolar.

Kurs €/PLN według modelu ING – spadek oczekiwań na obniżki stóp sugeruje dalsze umocnienie złotego.



Kurs €/PLN – obecna prognoza ING i przy scenariuszu przyspieszenia podwyżek stóp NBP o dodatkowe 50pb

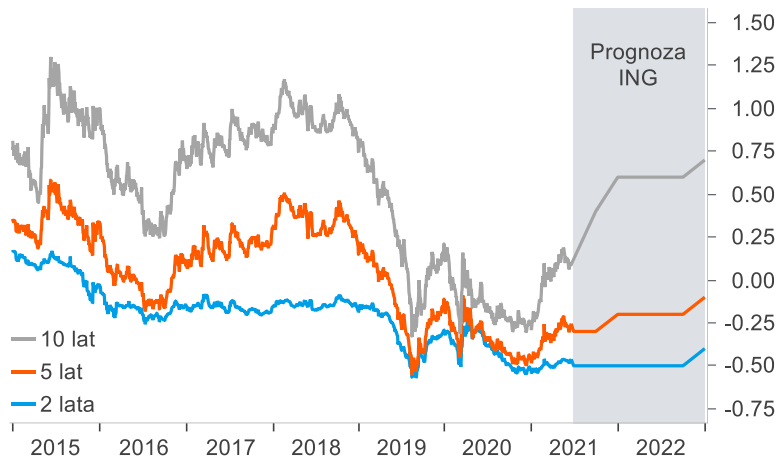


- Wzrost oczekiwań na podwyżki stóp Fed przełożył się w czerwcu na spadek popytu na waluty rynków wschodzących, w tym złotego. Według naszego modelu, określającego poziom równowagi dla €/PLN na bazie innych zmiennych rynkowych, potencjał do dalszego wzrostu pary €/PLN jest w najbliższych tygodniach ograniczony, do około 4,60.
- W 2pół21 spodziewamy się powrotu pary €/PLN do spadku. W 3kw21 kurs €/PLN powinien dotrzeć do około 4,43-45 oraz do 4,38-4,40 pod koniec roku. Wsparciem dla złotego pozostaje koniunktura w kraju (wysoki wzrost PKB, czy nadwyżka handlowa). Cykl podwyżek stóp NBP rozpocznie się też prawdopodobnie jeszcze w tym roku, podczas posiedzenia RPP w listopadzie. Z drugiej strony przybliży się moment zacieśnienia polityki Fed, co jest niekorzystne dla walut rynków wschodzących. Dlatego zmiany naszej ścieżki €/PLN na najbliższe miesiące są ograniczone mimo perspektywy szybszych podwyżek stóp NBP.
- Rynek nie wycenia obecnie ryzyka związanego z kredytami frankowymi. Dotychczasowe orzecznictwo Sądu Najwyższego sugeruje, że będzie on starał się wypośredkować swoje stanowisko (najbliższe posiedzenie ws. CHF we wrześniu), aby sytuacja kredytobiorców w CHF nie była lepsza niż tych w PLN. Z punktu widzenia banków oznacza to brak presji na szybkie ugody i przewalutowanie kredytów na PLN. Widzimy więc duże szanse, że problem hipotek walutowych nie będzie mieć dużego znaczenia dla rynków w kolejnych miesiącach.
- W 2022 kurs €/PLN powinien utrzymać się blisko 4,43. Wsparciem dla złotego będzie normalizacja polityki NBP. Równoległe spodziewamy się jednak kurczenia nadwyżki handlowej Polski. Oczekujemy też umocnienia dolara, co na ogół nie pomaga walutom CEE.

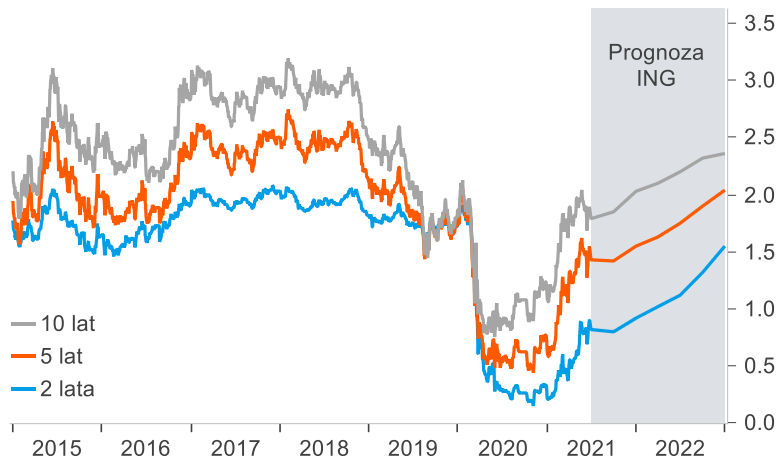
# IRS: Małe pole do wzrostu stawek w PLN w 2poł21.

NBP może wolniej podnosić stopy niż zakłada rynek.

Krzywa swap w EUR – wychodzenie z zapaści po pandemii podniesie długi koniec, krótki stabilny



Krzywa swap w PLN – większa część wzrostów w 2021 jest prawdopodobnie za nami

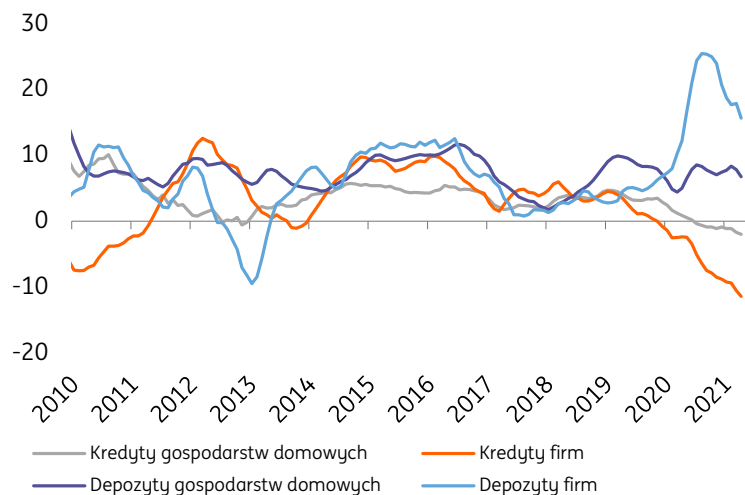


- W naszej ocenie EBC będzie relatywnie długo (do 2024) zwlekać z podwyżkami stóp. W efekcie krótkie IRS w euro pozostaną na niskim poziomie w najbliższych kwartałach.
- Na długim końcu krzywej w euro widzimy pewne pole do wzrostu stóp już w 2poł21. Przemawia za tym perspektywa globalnego odbicia koniunktury po pandemii, szczególnie w UE po otwarciu gospodarki (w 2poł21) i uruchomieniu Funduszu Odbudowy (21-22) oraz większe podażę długu w USA i Eurolandzie. Natomiast wzrost oczekiwań na szybszą normalizację polityki Fed (koniec QE w 2022, podwyżki w 2023) wpłynie raczej na krótki koniec krzywej. Ostatnie miesiące pokazały, że gdy długie rentowności rosną pojawia się tak wielki popyt inwestorów instytucjonalnych, że hamuje to wzrost rentowności zgodny z danymi makro. Ryzykiem dla scenariusza jest ponowne złagodzenie retoryki banków centralnych z powodu 4-ej fali czy korekty na giełdach.
- Uważamy, że wzrost złotych stawek IRS w 2poł21 będzie relatywnie niewielki. Rynek już w poprzednich miesiącach wycenił dość agresywną ścieżkę podwyżek stóp NBP. W naszej ocenie RPP zdecyduje się na zacieśnienie swojej polityki najwcześniej w listopadzie, równoległe z nową projekcją. W kolejnych kwartałach wzrost stawek z krótkiego końca jednak przyspieszy, wraz z postępem w cyklu podwyżek stóp. Zachowanie rynku sprzed pandemii sugeruje, że krótkie swapy na koniec 2022 znajdą się powyżej 1,50%, wyceniając koniec cyklu podwyżek stóp NBP w 2023.
- Dłuższe stawki IRS mają mniejsze pole do wzrostu w nadchodzących kwartałach. Ten segment wzrósł na początku roku, razem ze krzywą dolarową, dzięki oczekiwaniom na wyjście globalnej odbicia. Do końca 2022 IRS 10lat powinny wrócić do poziomów z początku 2019.

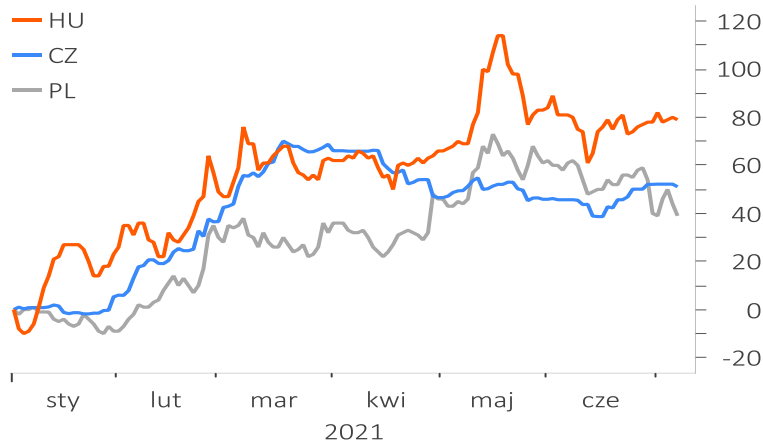
# POLGBs: Wzrost rentowności i kompresja spreadów.

## Bardzo niskie podaż SPW w 2pół21 w ujęciu netto.

Realny wzrost depozytów i kredytów w Polsce (%r/r) – nadpłynność zmusi banki do dalszych zakupów SPW



Rentowności 10letnich obligacji skarbowych (zmiana w 2021 w pb)



- Zachowanie POLGBs w 2pół21 będzie naszym zdaniem zdeterminowane wypadkową sytuacji na rynkach bazowych i niskiej podaży netto SPW. Sugeruje to stopniowy wzrost krzywej POLGBs, połączony z zawężeniem spreadów wobec krzywej niemieckiej
- Po wakacjach spodziewamy się znaczącego wzrostu emisji obligacji na rynkach bazowych, mających sfinansować pakiety fiskalne, zwłaszcza w USA. W naszej ocenie przełoży się to na wzrost rentowności np. Bunda i w ślad za nim POLGBs. Rynek może też bardziej agresywnie wyceniać podwyżki stóp w USA, choć coraz bardziej widocznie są obawy, że szybka normalizacja polityki Fed może być niemożliwa z uwagi na ryzyko przeceny na giełdach, czy kolejnej fali Covid-19.
- Z kolei podaż SPW do końca roku będzie prawdopodobnie niewielka. Ministerstwo Finansów powinno starać się zejść z olbrzymiej poduszki płynności (PLN148mld). Oznacza to, że do końca roku mogą odbyć się praktycznie wyłącznie aukcje zamiany. Oczekujemy również, że potrzeby pożyczkowe na 2022 mogą być niższe niż sugerują to obecne projekcje (więcej w części fiskalnej Kuriera).
- Jednocześnie nadpłynność sektora bankowego cały czas rośnie, z uwagi na niewystarczające odbicie popytu na kredyt, szczególnie korporacyjny. Zmusza to banki do dalszych zakupów SPW, praktycznie bez względu na ceny. Sugeruje to kompresję spreadów wobec krzywej niemieckiej.
- Zawężenie asset swapów wydaje się natomiast mało prawdopodobne. W RPP pojawiły się wprawdzie głosy, że QE może być kontynuowane jakiś czas po rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp, ale spodziewamy się, że w takiej sytuacji będą one skoncentrowane na obligacjach BGK i ew. PFR, a nie SPW.

## 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 <a href="mailto:Rafal.Benecki@ing.pl">Rafal.Benecki@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl">Piotr.Poplawski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Leszek.Kasek@ing.pl">Leszek.Kasek@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Karol.Pogorzelski@ing.pl">Karol.Pogorzelski@ing.pl</a>	E <a href="mailto:Dawid.Pachucki@ing.pl">Dawid.Pachucki@ing.pl</a>

### 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.