

Tygodnik ING

W 2kw21 PKB w Polsce już odrobiło straty po pandemii.

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

17 sierpnia 2021



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



W skrócie

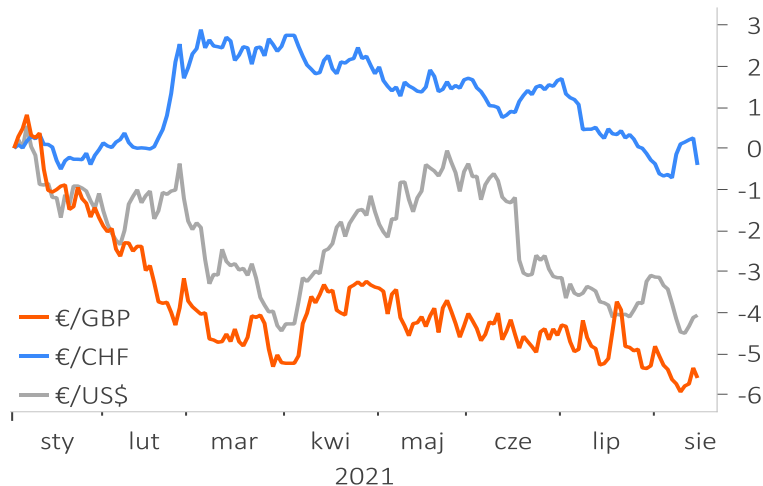
- Ubiegły tydzień przyniósł wyhamowanie spadku €/US\$, które w piątek przerodziło się w korektę / osłabienie dolara. Inwestorzy najwyraźniej nie byli gotowi na zajmowanie pozycji na przełamanie wsparcia w okolicach 1,17. Wyhamowanie spadku €/US\$ pozwoliło też ustabilizować się złotemu. Kurs nie był w stanie przełamać 4,59 i zakończył tydzień przy 4,5650. Rynki długu znalazły się natomiast w trendzie bocznym, zarówno bazowe, jak i krajowy. Inwestorzy wprawdzie nastawiają się na nieodległe zacieśnienie polityk Fed, czy NBP, ale na większy wzrost rentowności nie pozwala sytuacja podażowa.
- W tym tygodniu oczekujemy stabilizacji pary €/US\$ blisko 1,18, podobnie na bazowych rynkach długu. Oczekujemy rozczarowania publikowanymi dziś danymi z USA. Jednocześnie powinny one jednak wskazywać na problemy podażowe w gospodarce, sygnalizując utrzymanie wysokiej inflacji. Istotnych wypowiedzi z Fed w tym tygodniu nie ma. Inwestorzy mogą też chcieć poczekać z większymi zmianami pozycji na potencjalnie kluczową konferencję Fed w Jackson Hole pod koniec miesiąca.
- W tym tygodniu poznamy również szereg danych z kraju, z rynku pracy, o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Spodziewamy się nieco słabszego od konsensusu wyniku produkcji, to efekt widocznych w europejskich gospodarkach zaburzeń w łańcuchach dostaw. Z drugiej oczekujemy solidnego wzrostu sprzedaży detalicznej. Mobilność Polaków pozostaje bardzo wysoka wg danych Google, co najprawdopodobniej przyczyniło się do tego, że nasza prognoza jest bardziej optymistyczna od konsensusu. Utrzymanie wysokiego tempa wydatków konsumpcyjnych, w połączeniu z m.in. problemami z dostępnością komponentów sugeruje podwyższone tempo inflacji w najbliższych miesiącach.

Kalendarz makroekonomiczny

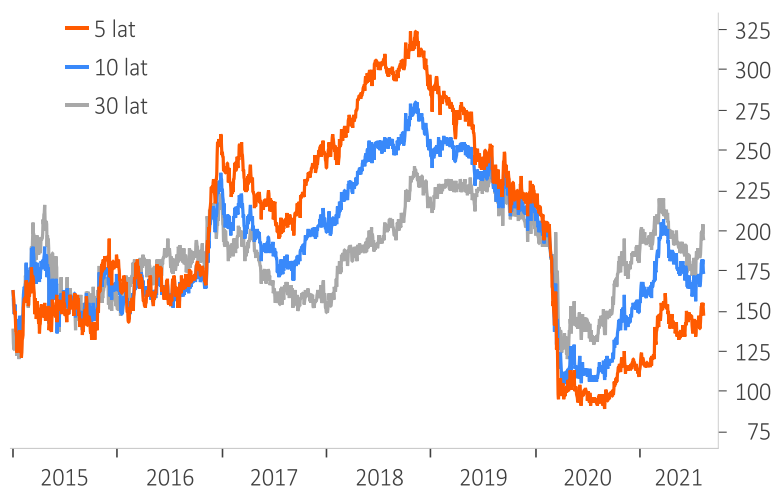
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
17 VIII	Strefa euro	11:00	PKB r/r	II kw.	-	13,7%	13,7%
	USA	14:30	Sprzedaż detaliczna m/m	VII	-0,5%	-0,2%	0,6%
			Produkcja przemysłowa m/m	VII	0,4%	0,5%	0,4%
18 VIII	Polska	10:00	Wynagrodzenia w sekt. przeds. r/r	VII	8,2%	8,6%	9,8%
			Zatrudnienie w sekt. przeds. r/r	VII	1,8%	2,0%	2,8%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VII	-	2,2%	2,2%
	USA	20:00	Minutes Fed				
19 VIII	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	VII	10,8%	11,0%	18,4%
20 VIII	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	VII	6,2%	4,9%	13,0%

Rynki walutowe – ponowny spadek €/US\$ pod koniec VIII.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

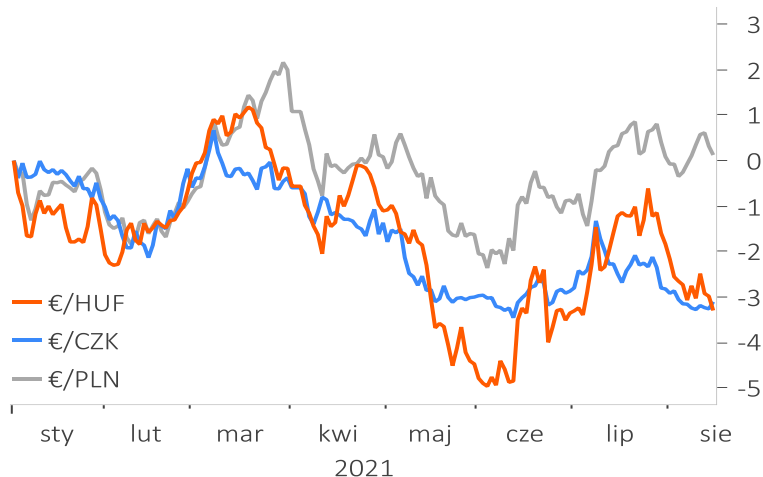


€/US\$:

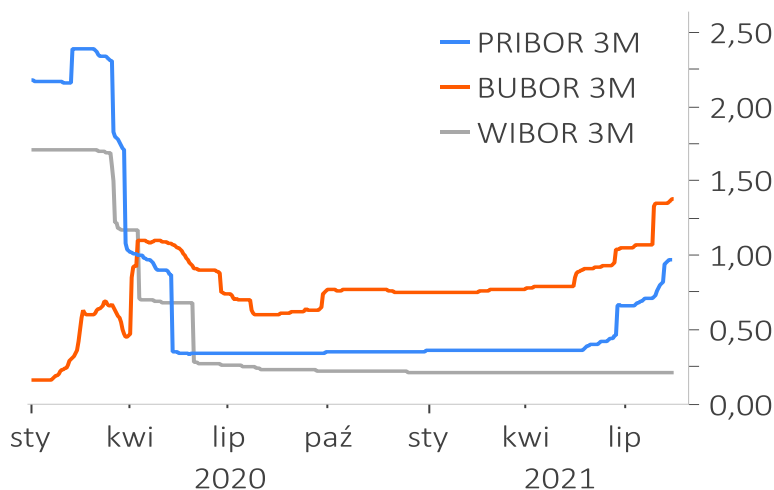
- W tym tygodniu oczekujemy stabilizacji pary €/US\$ blisko 1,18. Spodziewamy się rozczarowania dzisiejszymi danymi z USA (sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa). Jednocześnie powinny one jednak wskazywać na problemy podażowe w gospodarce i sygnalizować utrzymanie wysokiej inflacji. Istotnych wypowiedzi z Fed w tym tygodniu nie ma. Choć nie można wykluczyć, że FOMC zasignalizuje kolejne kroki w kierunku normalizacji swojej polityki w publikowanych jutro minutes. Inwestorzy mogą też chcieć poczekać z większymi zmianami pozycji na potencjalnie kluczową konferencję Fed w Jackson Hole pod koniec miesiąca.
- Spodziewamy się, że Fed jest blisko ogłoszenia decyzji o rozpoczęciu wygaszania QE, formalnej decyzji nie wykluczamy już nawet we wrześniu, a zapowiedzi na wspomnianym szczycie. Dlatego przełom miesiąca powinien przynieść kolejne próby wyłamania się €/US\$ poniżej 1,17.
- Ponownego wzrostu pary oczekujemy w 4kw21. Spodziewamy się, że pod koniec roku €/US\$ powróci nawet do 1,23. Doświadczenia z UK pokazują, że gospodarcze skutki wariantu Delta Covid-19 w zaszczepionych gospodarkach są ograniczone. Gospodarki azjatyckie w poprzednich fazach kryzysu również dość sprawnie radziły sobie z ograniczeniem rozprzestrzeniania się pandemii. Odbicie światowej gospodarki przy wychodzeniu z zapaści po Covid-19 powinno także sprzyjać odpływowi kapitałów z USA na rynki wschodzące.

Rynki walutowe – złoty pozostanie pod presją do 4kw21.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

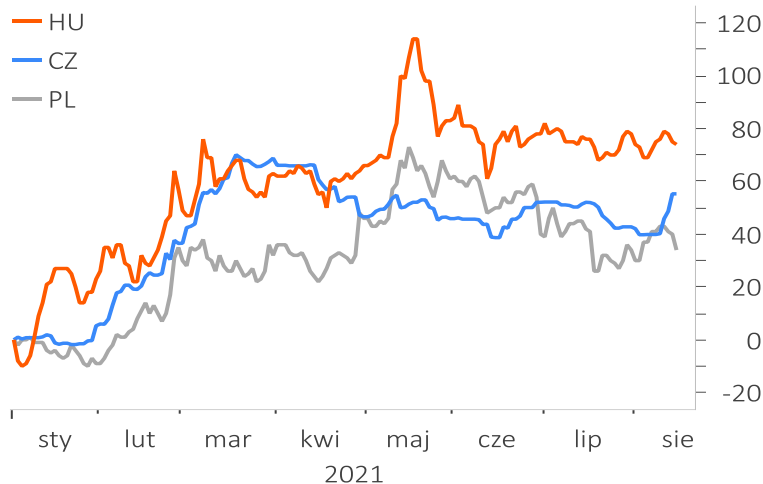


€/PLN:

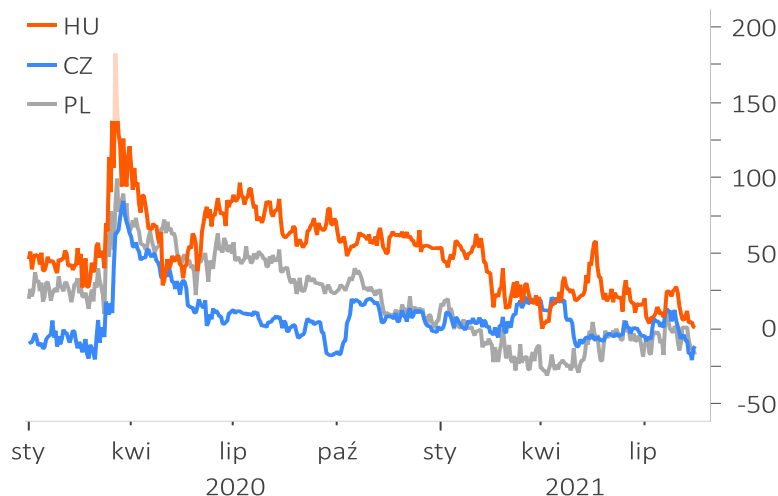
- Spadek presji ze strony dolara na razie wspiera złotego. Pogarszają się jednak stojące za PLN fundamenty. Z jednej strony NBP odstaje od innych banków centralnych w regionie, ciągle zwlekając z normalizacją swojej polityki. Z drugiej obserwujemy pogorszenie w bilansie płatniczym, który w poprzednich miesiącach stanowił istotne wsparcie dla PLN. W połączeniu z ryzykiem ponownego spadku €/US\$ naszym zdaniem oznacza to kolejne próby powrotu €/PLN ponad 4,60 na koniec miesiąca. Dokłada się do tego ryzyko związane z orzeczeniem Sądu Najwyższego w sprawie kredytów walutowych na początku września, choć jest raczej małe.
- Po wakacjach spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego, wraz ze zbliżającym się momentem pierwszej podwyżki stóp NBP. Kurs €/PLN prawdopodobnie utrzyma się jednak powyżej 4,50 do końca kwartału. Większego spadku tej pary oczekujemy raczej dopiero w 4kw21. Powinna wówczas znacząco spaść niepewność związana z 4 falą pandemii w gospodarkach rozwijających się. Walutom CEE pomoże również m.in. oczekiwany przez nas wzrost kursu €/US\$. W listopadzie spodziewamy się też pierwszej podwyżki stóp NBP.
- Pogorszenie w bilansie płatniczym jakie obserwujemy już od pewnego czasu pogarsza jednak średnioterminowe perspektywy złotego. Na razie trudno nam ocenić jaka będzie skala kurczenia się nadwyżki handlowej Polski. Dlatego póki co ostrożnie podnosimy prognozę €/PLN na przełomie roku. Na koniec 2021 oczekujemy zejścia €/PLN do około 4,42-45 wobec 4,40-42 dotychczas.

Rynek długu – małe pole do osłabienia SPW w sierpniu.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

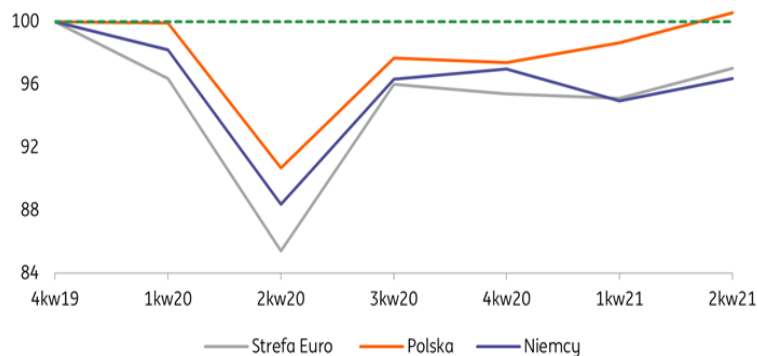


POLGBs:

- Do konferencji Fed pod koniec miesiąca nie spodziewamy się dużych zmian rentowności SPW. Z jednej strony podaż POLGBs jest i prawdopodobnie pozostanie bardzo mała (np. tylko przetarg zamiany w sierpniu). Z drugiej rynek już obecnie wycenia ścieżkę podwyżek stóp w kraju, która jest spójna z komunikacją z RPP.
- Nakładają się na to niskie podaże Treasuries – w USA ciągle nie udało się osiągnąć porozumienia co do podniesienia limitu zadłużenia. W efekcie niska podaż obligacji na rynku pierwotnym napotyka dalsze zakupy ze strony Fed, czy EBC. Dlatego mimo wzrostu oczekiwań na wygaszenie QE w USA, rentowności Treasuries pozostają niskie, wspierając także SPW.
- Trwałego wzrostu rentowności SPW oczekujemy raczej po wakacjach, w ślad za rynkami bazowymi. Wówczas wykrystalizuje się już obraz 4 fali pandemii w gospodarce. Do tej pory powinno także udać się osiągnąć porozumienie co do limitu zadłużenia w USA, co doprowadzi do skokowego wzrostu emisji Treasuries.
- Wyższym rentownościom POLGBs w 4kw21 powinna jednak towarzyszyć kompresja spreadów do Bunda – to efekt ograniczenia nowych emisji netto SPW w tym roku. W naszej ocenie schodzenie przez Ministerstwo Finansów z gigantycznej poduszki płynności potrwa miesiące i co najmniej do końca roku podaże SPW będą zerowe w ujęciu netto.

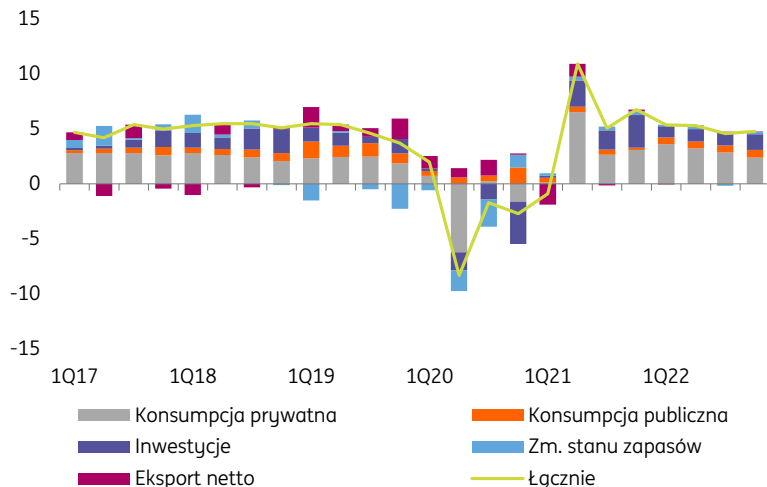
W 2kw21 PKB w Polsce już odrobiło straty po pandemii.

Realny PKB, 4kw19 = 100



Źródło: Eurostat

PKB Polski (%r/r) i jego struktura



Źródło: GUN, szacunki ING

- PKB w 2kw21 wzrósł o 10,9%/r, zgodnie z oczekiwaniami (konsensus 11,0%/r). Źródła wzrostu poznamy dopiero 31 sierpnia. Naszym zdaniem luzowanie restrykcji sanitarnych w końcu kwietnia sprzyjało kontynuacji odbicia popytu krajowego, w tym spożycia gospodarstw domowych i utrzymaniu dobrych wyników inwestycji. Po stronie tworzenia PKB powinny z kolei odbić usługi rynkowe, dzięki złagodzeniu restrykcji sanitarnych.
- Recesja covidowa w Polsce skończyła się w 4kw20, tj. kwartał wcześniej niż w strefie euro. Firmy w Polsce nauczyły się coraz lepiej funkcjonować w reżimie restrykcji sanitarnych, co stopniowo zwiększało odporność gospodarki na kolejne fale Covi-19. Widać to szczególnie w 2poł20, gdy mimo wysokiej liczby zakażeń faktyczne straty w gospodarce były ograniczone. Od początku roku PKB w Polsce jest już w trendzie wzrostowym, który przyspieszył wraz z poluzowaniem restrykcji z końcem kwietnia.
- Zgodne z naszymi oczekiwaniami przyspieszenie odbicia sprawiło, że realny PKB w Polsce odrobił straty do 4kw19, tj. poziomu sprzed pandemii, już w 2kw21. Nasi najwięksi partnerzy handlowi, tj. kraje strefy euro, w tym Niemcy, muszą jeszcze na to poczekać.
- Utrzymujące się zaburzenia w łańcuchach dostaw i rosnąca liczba zachorowań w związku z rozprzestrzenianiem się wariantu Delta koronawirusa może nieco przyhamować tempo odbicia w 3kw21. Naszym zdaniem jednak wynik PKB będzie wciąż na solidnym plusie, choć w ujęciu r/r, z uwagi na wyższą bazę odniesienia, tempo będzie ok. dwukrotnie niższe niż w 2kw21. Szacujemy, że w całym roku realny wzrost PKB w Polsce będzie bliski 5,5%.

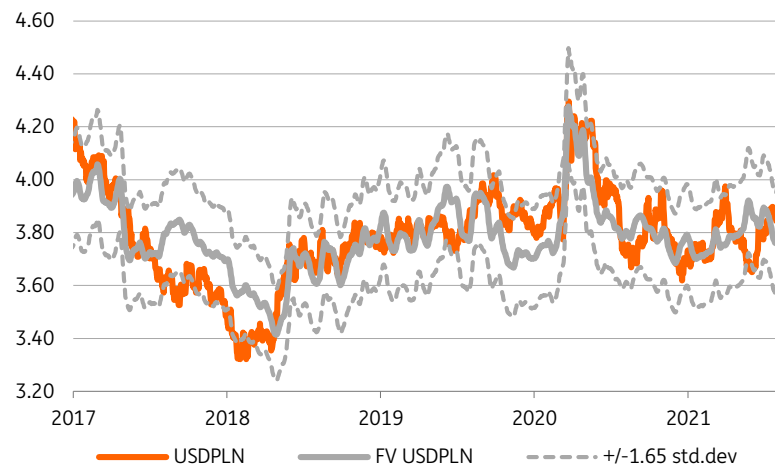
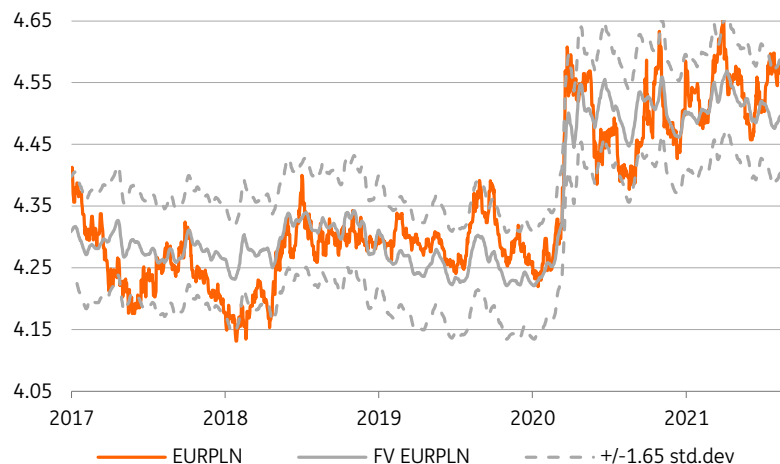
Prognozy walutowe

Prognozy walutowe

	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22
US\$/PLN	3.75	3.70	3.65	3.60	3.60	3.60	3.60	3.63	3.66	3.69	3.70	3.72
€/PLN	4.50	4.48	4.45	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.42	4.41
CHF/PLN	4.02	3.96	3.91	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.84	3.83
GBP/PLN	5.29	5.27	5.24	5.21	5.23	5.25	5.27	5.29	5.32	5.34	5.33	5.31

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest obecnie bliski silnemu niedowartościowaniu wobec euro oraz bliski wycenie modelowej wobec dolara.
- Dochodowości obligacji skarbowych pozostają niższe od wskazań modelu. Rozbieżność względem wskazań modelu zwiększyła się po silnym wzroście oczekiwań na podwyżki stóp NBP, czemu towarzyszył zdecydowanie mniejszy ruch rentowności 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 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.