

Tygodnik ING

Pogorszenie bilansu handlowego Polski trwa.
Dane potwierdzą 7% wzrost krajowego PKB w 4kw21.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

17 stycznia 2022



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



W skrócie.

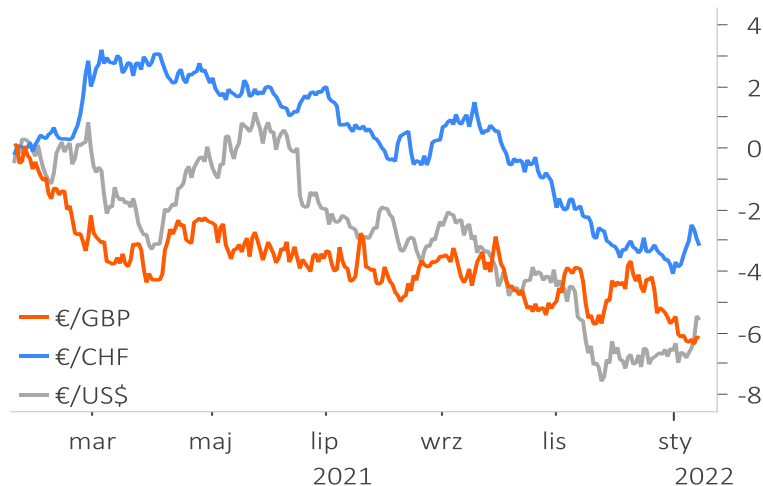
- Ten tydzień jest wyjątkowo ubogi w dane z głównych gospodarek. Zaczyna się od święta w USA, co dodatkowo powinno ograniczyć zmienność na rynkach. W najbliższym tygodniu poznamy pełne dane nt grudniowej inflacji ze strefy euro. Spodziewamy się rezultatu zgodnego z odczytem flash. Zapis posiedzenia ECB (minutes) nie budził takich emocji jak Fed, ale zważywszy na fakt, że także europejski bank zaostrzyła nastawienie (w swoim tempie), to wszelkie komentarze nt inflacji mogą zdradzać zaniepokojenie. Rynki finansowe dobrze wyceniły już zmianę nastawienia Fed, także pozostaje ruch po stronie ECB.
- W tym tygodniu czeka nas seria krajowych danych makro. GUS opublikuje wyniki produkcji przemysłowej i cen producenta, a także dane o kondycji rynku pracy. Nasze oczekiwania dotyczące kondycji rynku pracy w grudniu oraz aktywności przemysłu są zbliżone do oczekiwań rynkowych. Po bardzo dobrym wyniku krajowego PMI nie wykluczamy zaskoczeń danymi na plus szczególnie w przypadku produkcji przemysłowej. Nieco wyżej niż konsensus widzimy natomiast wzrost cen producentów. Dane z Polski potwierdzą ponad 7% wzrost PKB w 4kw21.
- Wobec uboższego kalendarza z rynków bazowych w tym tygodniu spodziewamy się, że w najbliższych dniach będziemy obserwować analogiczne trendy jak w zeszłym tygodniu, choć w mniejszej skali. Szczególnie zaskakująco słabe wyniki piątkowych danych z USA powinny sprzyjać obawom, że podwyżki stóp w USA mogą nastąpić wolniej. To argument za ponownym umocnieniem na bazowych rynkach długu, a także kolejnym próbom wyłamania się pary €/US\$ ponad 1,15.

Kalendarz makroekonomiczny

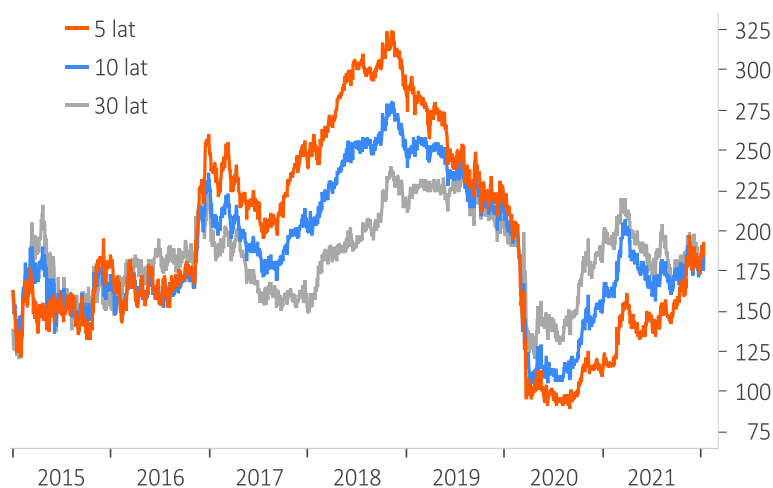
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
18 I	Niemcy	11:00	Wskaźnik ZEW	I	39,0pkt.	32,7pkt.	29,9pkt.
20 I	Strefa euro	11:00	HICP r/r	XII	5,0%	5,0%	5,0%
			Inflacja bazowa r/r	XII	-	2,6%	2,6%
		13:30	Minutes EBC				
	USA	14:30	Tygodniowe dane o zasiłkach		220tys.	200tys.	200tys.
21 I	Polska	10:00	Wynagr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	XII	9,0%	9,1%	9,8%
			Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	XII	0,7%	0,7%	0,7%
			Produkcja przemysłowa r/r	XII	12,9%	13,0%	15,2%

Rynki walutowe – korekta w trendzie spadkowym €/US\$.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

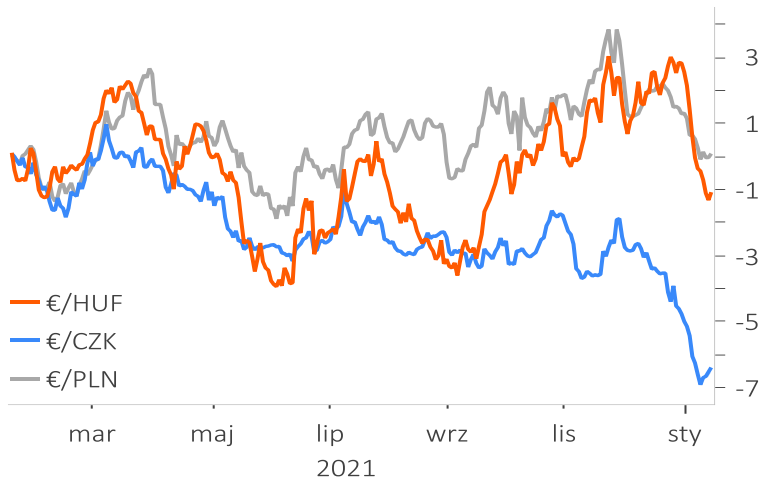


€/US\$:

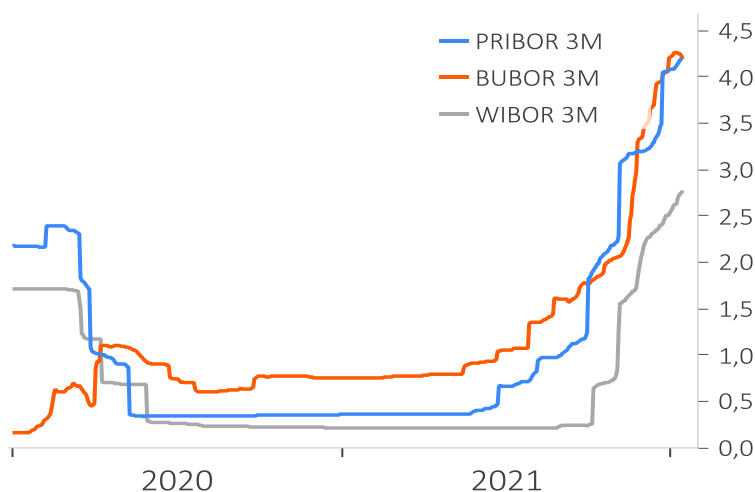
- Para €/US\$ mimo wyłamania górą z wielotygodniowej konsolidacji, a także spadku oczekiwań na podwyżki stóp Fed, nie była w stanie wybić się ponad 1,15 w ubiegłym tygodniu. Dolarowi pomogła m.in. korekta na rynkach akcji.
- Ten tydzień jest wyjątkowo ubogi w dane z rynków bazowych, do tego stopnia, że wśród kluczowych wydarzeń na najbliższe dni światowe zestawienia podają dane z Polski. Zaczyna się też od święta w USA, co dodatkowo powinno ograniczyć zmienność na rynkach. Dlatego spodziewamy się, że w najbliższych dniach będziemy obserwować analogiczne trendy jak w zeszłym tygodniu, choć w mniejszej skali. Szczególnie zaskakująco słabe wyniki piątkowych danych z USA powinny sprzyjać obawom, że podwyżki stóp w USA mogą nastąpić wolniej. Dlatego w tym tygodniu oczekujemy kolejnych prób wybicia się pary €/US\$ ponad 1,15.
- Nadal jednak uważamy, że kolejne tygodnie przyniosą odbudowę oczekiwań na podwyżki stóp Fed i ograniczenie bilansu tej instytucji. Ostatnie komentarze z Fed wskazują, że rosną szanse na nawet 4 podwyżki stóp w tym roku oraz rozpoczęcie redukcji bilansu (quantitative tightening) na początku cyklu podwyżek stóp. Mimo gigantycznej liczby zakażeń na COVID-19, na relatywnie niskim poziomie utrzymują się hospitalizacje, a obostrzenia sanitarne w szeregu gospodarek są ograniczone. Dlatego w kolejnych tygodniach widzimy też znaczne pole do spadku €/US\$, nawet poniżej 1,10.
- Presja na spadek pary powinna jednak wygasnąć w 2pół22, gdy zaczną rosnąć oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej także ze strony EBC.

Rynki walutowe – €/PLN nadal w trendzie bocznym.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2021 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE

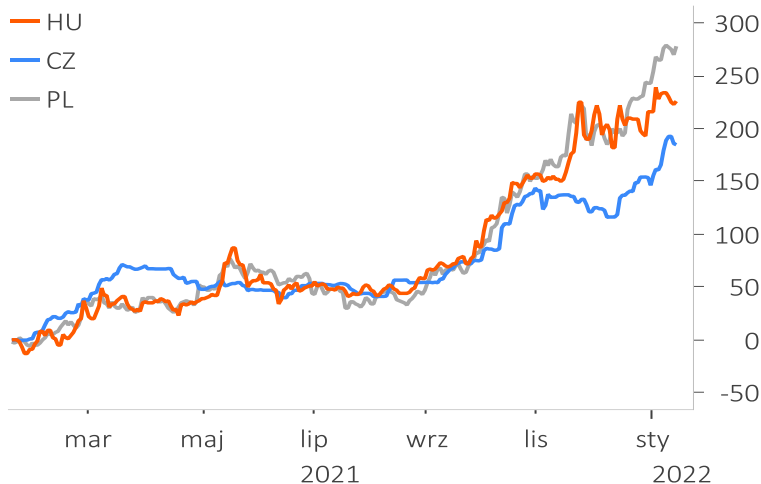


€/PLN:

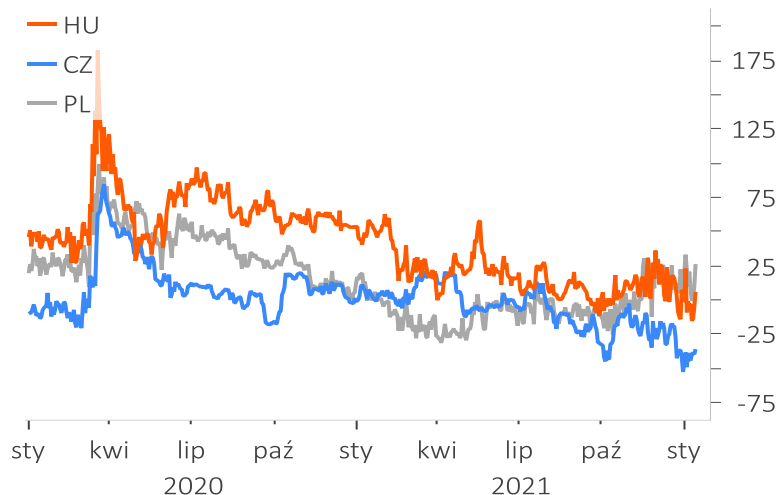
- W ubiegłym tygodniu para €/PLN utrzymała się w trendzie bocznym przy 4,54. Obserwowaliśmy globalny spadek oczekiwań na normalizację polityk banków centralnych, w tym Fed i NBP. W efekcie mimo słabszego dolara nie obserwowaliśmy umocnienia złotego.
- Oczekujemy, że w tym tygodniu para €/PLN pozostanie w trendzie bocznym, blisko 4,54. Jeżeli inwestorzy znów zaczną budować pozycje w oczekiwaniu na normalizację polityki pieniężnej globalnie, to podniosą się oczekiwania na zmiany stóp w kraju. Jednocześnie powinien również umacniać się dolar, co złotemu nie pomoże. Jeżeli oczekiwania na zmiany stóp na świecie spadną, to osłabią się także w przypadku NBP, jak obserwowaliśmy to na początku ubiegłego tygodnia. W takim scenariuszu powinien tracić jednak dolar, co naszym zdaniem pozwoli uniknąć osłabienia złotego.
- Kurs €/PLN powinien utrzymać się ponad 4,50 w najbliższych tygodniach, nawet przez całą 1poł22. Przestrzeń do aprecjacji PLN hamują obawy o dalszą eskalację konfliktu prawnego z KE, czy niepewność co do przebiegu pandemii. Najprawdopodobniej dołoży się do tego mocniejszy dolar, co na ogół nie pomaga walutom CEE.
- W dalszej części roku oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego, do około 4,45 na koniec roku. W naszej ocenie stawki rynku pieniężnego w PLN mają jeszcze miejsce na wzrost. Z kolei w strefie euro oczekiwania na podwyżki stóp powinny pozostać mocno odroczone w czasie. Wg naszych szacunków powinno to wspierać złotego, mimo pogorszenia bilansu handlowego Polski w ostatnich miesiącach.

Rynek długu – Przejściowe umocnienie SPW.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2020



Asset swapy 10L w CEE od 2020

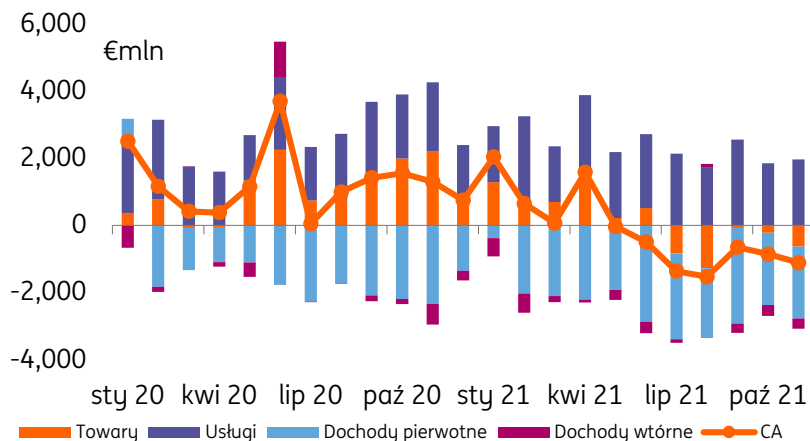


POLGBs:

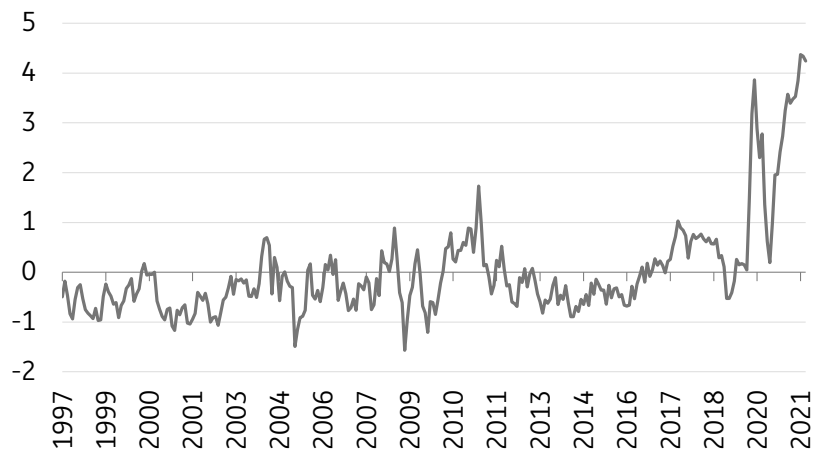
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy spadki rentowności zarówno w kraju jak i na rynkach bazowych. Pojawiły się komentarze sugerujące, że to efekt obaw, że banki centralne podniosą stopy wolniej, niż sugerowały, ew. będą musiały wycofać się z tej polityki szybciej. My traktujemy to jednak jako realizację zysków po sporej przecenie na rynkach długu na przełomie roku. Już w piątek, mimo słabych danych z USA, rentowności znów się podniosły na tyle, że cały tydzień na rynkach długu zakończył się bez dużych zmian.
- SPW w najbliższych dniach powinny śledzić sytuację na rynkach bazowych. Przy braku istotniejszych danych z zagranicy, sugeruje to raczej spadki rentowności krajowych papierów, choć w niewielkiej skali. Publikowane w tym tygodniu dane nie powinny znacząco tego obrazu zmienić. Widzimy istotne ryzyko zaskoczenia na plus, ale po udanym PMI tego też powinni spodziewać się inwestorzy.
- Oczekujemy, że przez większą część 2022 rentowności SPW pozostaną w trendzie wzrostowym. Działania antyinflacyjne rządu nie zmieniają naszego scenariusza dla polityki NBP. Po ich wygaśnięciu w połowie roku inflacja znów wyskoczy w górę, podtrzymując presję na normalizację polityki NBP. Skala wzrostu rentowności krajowych papierów powinna być jednak zdecydowanie mniejsza niż np. Bunda. NBP już rozpoczął podwyżki stóp, wygasił również swój program QE.
- Płynność na krajowym rynku stopniowo się poprawia, ale do normalnych poziomów prawdopodobnie nie wróci długo. Problemem pozostaje m.in. niska aktywność inwestorów zagranicznych, którzy na krajowy rynek raczej nie wrócą w większej skali przed szczytem inflacji w Polsce.

Polska: Deficyt w obrotach bieżących w trudnym otoczeniu

Saldo obrotów bieżących i jego składowe w latach 2020-21



Indeks presji w globalnych łańcuchach dostaw, odchylenie od średniej od 1997 (wielokrotność odchylenia standardowego)



Źródło: Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Fed Bank of New York Liberty Street Economics, January 4, 2022.

- Na deficyt €1,1mld w obrotach bieżących (CA) w listopadzie złożyło się ujemne saldo towarowe €0,6mld, pokaźna nadwyżka w usługach i wysoki deficyt w dochodach pierwotnych oraz deficyt w dochodach wtórnych.
- Po rewizji kwartalnych danych bilansu płatniczego, deficyt CA w ujęciu 12-miesięcznym pojawił się dopiero w listopadzie (-0,2%PKB), a nie już miesiąc wcześniej, po raz pierwszy od 2 lat. Niemniej jednak, w ciągu niespełna roku nastąpiło pogorszenie tego salda o ponad 3% PKB - w grudniu 2020 zarejestrowano nadwyżkę 2,9%PKB.
- Dane okazały się neutralne dla notowań złota, które w ostatnich tygodniach są uzależnione głównie od decyzji RPP i oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Jednak, w trudnym otoczeniu zewnętrznym, stan bliski równowagi na rachunku obrotów bieżących jest zadawalający, choć można oczekiwać jego stopniowego pogorszenia w 2022.
- Wysokie obroty towarowe w listopadzie są spójne z wcześniejszymi danymi o produkcji przemysłowej w Polsce i w Niemczech. Rachunki za import rosną z powodu odbicia popytu krajowego oraz wysokich cen surowców energetycznych w Europie, w szczególności gazu ziemnego. Możliwość ekspansji eksportu w dużej mierze ograniczają napięcia w globalnych łańcuchach dostaw, głównie poprzez powiązania z europejskimi łańcuchami dostaw.
- Nowojorski Fed szacuje barometr presji w globalnych łańcuchach dostaw. Pokazuje on, że na przełomie 21-22 roku sytuacji była nawet gorsza niż po wybuchu pandemii. Indeks obejmuje m.in. koszty frachtu i transportu lotniczego i składowe wskaźników PMI i ISM, skorygowane o efekty popytowe dla 7 rynków: strefy euro, Chin, Japonii, Korei Południowej, Tajwanu, UK i USA.

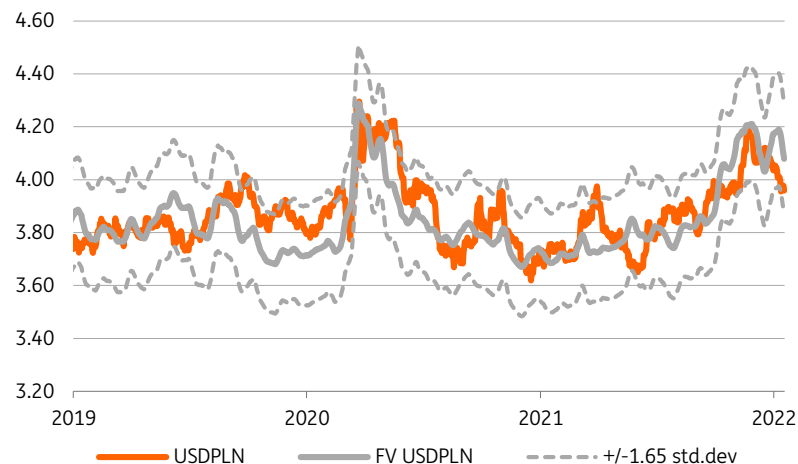
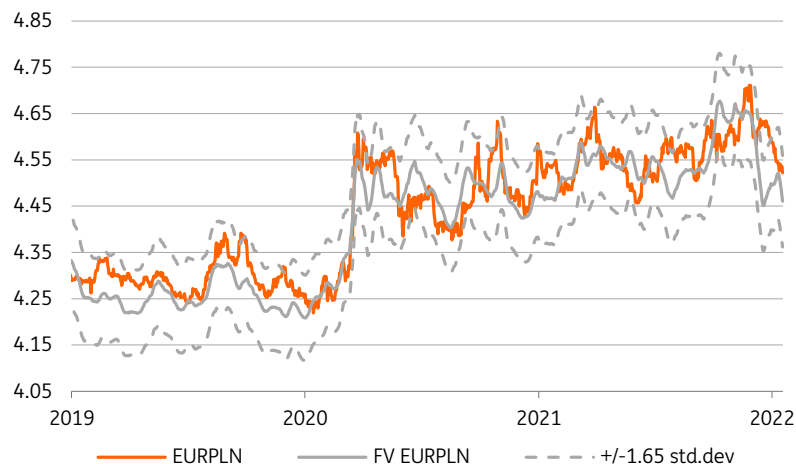
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23
US\$/PLN	4.11	4.14	4.15	4.17	4.19	4.17	4.16	4.15	4.11	4.08	4.05	4.03
€/PLN	4.57	4.55	4.54	4.53	4.52	4.51	4.49	4.48	4.47	4.46	4.45	4.45
CHF/PLN	4.43	4.42	4.42	4.43	4.43	4.42	4.41	4.39	4.34	4.29	4.24	4.17
GBP/PLN	5.50	5.48	5.49	5.50	5.51	5.50	5.48	5.46	5.45	5.44	5.43	5.41

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Złoty jest niedowartościowany wobec euro. Krajową walutę wspierać powinien duży wzrost stóp w kraju, podczas gdy w euro stopy są stabilne. W modelu silnie zaważył też wzrost rentowności POLGBs. Dolara wspierają natomiast oczekiwania na szybki wzrost stóp Fed. Dlatego mimo wzrostu stóp w kraju PLN jest wg naszych szacunków bliski równowadze.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zgodne ze wskazaniem modelu.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@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.