

Tygodnik ING

Kolejne rozczarowanie payrolls ryzykiem dla dolara. Nowe warianty koronawirusa ryzykiem dla odbudowy gospodarek.

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

28 czerwca 2021



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



W skrócie

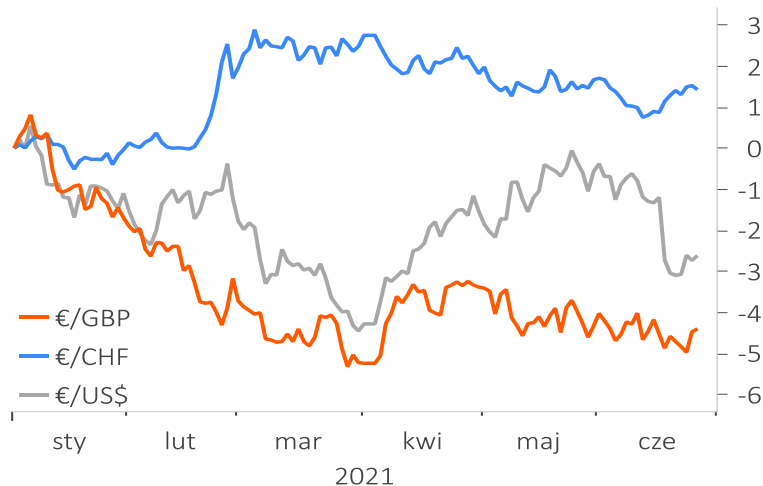
- W ubiegłym tygodniu para €/US\$ utrzymała się w trendzie bocznym, blisko 1,19. Rentowości na rynkach bazowych podniosły się, ale nadal utrzymują się w konsolidacji. Dane z Europy wprawdzie dość wyraźnie zaskoczyły na plus (PMI, Ifo), ale miało to bardzo ograniczony wpływ na wyceny. Możliwe, że inwestorzy z większymi zmianami pozycji czekają na dane z USA (np. piątkowe payrolls), rozważając zmianę nastawienia Fed. Stabilizacja €/US\$ pozwoliła na umocnienie walut naszego regionu w ubiegłym tygodniu. Kurs €/PLN przesunął się z 4,53 na 4,51. Złoty był przy tym w miarę stabilny na tle np. forinta, chociaż węgierki i czeski bank centralny rozpoczęły w ubiegłym tygodniu podwyżki stóp. Możliwe, że to efekt sprzedaży walut przez krajowych klientów korporacyjnych, starających się zakończyć transakcje walutowe przed okresem urlopowym.
- W tym tygodniu uwagę rynków najprawdopodobniej skupią dane z USA, przede wszystkim payrolls. W naszej ocenie wzrost nowych miejsc pracy poza rolnictwem może okazać się niższy od konsensusu, wspierając oczekiwania, że Fed może poczekać z rozpoczęciem zacieśnienia swojej polityki. Sugeruje to, że para €/US\$ w najbliższych dniach nie pogłębi już ostatnich dołków. Spodziewamy się raczej jej powrotu do 1,20 lub lekko powyżej. Nie wykluczamy jednak przejściowego umocnienia dolara w lipcu-sierpniu. To z jednej strony konsekwencja ostatniego zaostżenia retoryki Fed, z drugiej rosnących obaw przed ponownym wzrostem zachorowań na Covid-19. Scenariusz taki sugeruje również, że do końca wakacji nie dojdzie do większego wzrostu rentowności na rynkach bazowych.
- Publikowane w tym tygodniu dane z kraju (CPI, PMI), prawdopodobnie nie będą mieć większego wpływu na rynki. Spodziewamy się wyników bliskich oczekiwaniom. Spodziewamy się przy tym stosunkowo silnego wkładu do inflacji ze strony cen paliw i żywności.

Kalendarz makroekonomiczny

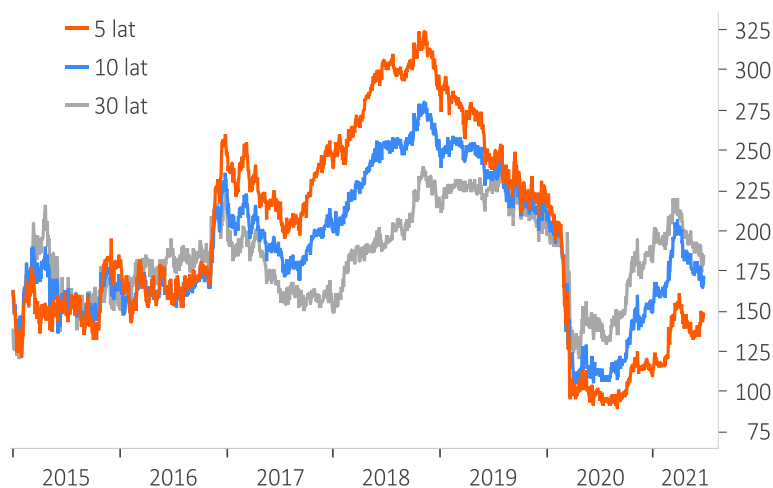
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
29 VI	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VI	119,5pkt.	118,8pkt.	117,2pkt.
30 VI	Polska	10:00	CPI r/r	VI	4,6%	4,6%	4,7%
	Strefa euro	11:00	HICP r/r	VI	2,0%	1,9%	2,0%
			Inflacja bazowa r/r	VI	1,2%	0,9%	0,9%
	USA	14:15	Zatr. w sektorze prywatnym (ADP)	VI	520tys.	575tys.	978tys.
1 VII	Polska	9:00	PMI	VI	57,4pkt.	57,0pkt.	57,2pkt.
	USA	16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	VI	60,5pkt.	61,0pkt.	61,2pkt.
2 VII	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	VI	550tys.	700tys.	559tys.
			Stopa bezrobocia	VI	5,7%	5,7%	5,8%

Rynki walutowe – payrolls nie pomogą dolarowi.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

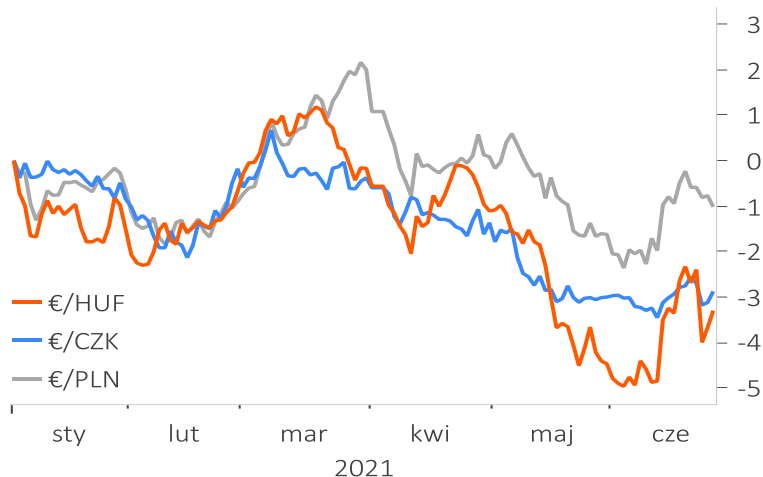


€/US\$:

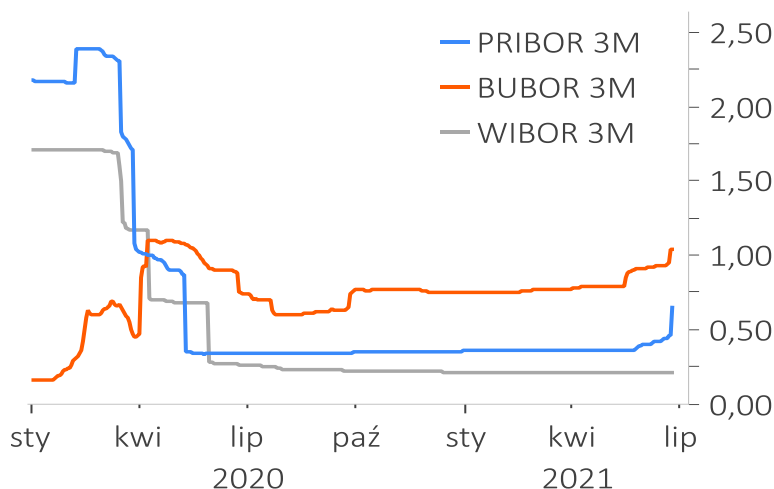
- Od półtora tygodnia para €/US\$ znajduje się w trendzie bocznym. Po gołębim wystąpieniu J.Powella, inwestorzy prawdopodobnie spekulują, że Rezerwa Federalna może nie zdecydować się na równie szybkie podwyżki stóp, jak sugerowały jej projekcje z czerwca (podwyżki już w 2023).
- W tym tygodniu oczekujemy powrotu kursu €/US\$ do 1,20 lub lekko powyżej. Spodziewamy się rozczarowania danymi z rynku pracy w USA. Nie wykluczamy jednak przejściowego umocnienia dolara w dalszej części lipca. To z jednej strony konsekwencja ostatniego zaostżenia retoryki Fed, z drugiej rosnących obaw przed ponownym wzrostem zachorowań na Covid-19.
- Uważamy jednak, że po wakacjach para €/US\$ wróci do trwałego wzrostu. Spodziewamy się, że kolejne fale Covid-19 nie spowodują już tak dużych zaburzeń gospodarczych dzięki postępom w szczepieniach. W Europie istotna część odbicia jest ciągle przed nami, wraz z uruchomieniem Funduszu Odbudowy. Poprawa koniunktury po pandemii powinna sprzyjać odpływowi kapitałów z USA, np. na rynki wschodzące. Przybliżający się moment podwyżek Fed (2023) ogranicza jednak skalę wzrostu €/US\$. Dlatego spodziewamy się powrotu pary nie dalej jak do 1,25 na koniec roku.
- W 2022 oczekujemy stabilizacji lub ponownego umocnienia dolara. W naszej ocenie rozpoczęcie normalizacji polityki EBC nastąpi około roku później niż w przypadku Fed. Powinno to sprzyjać spadkowi €/US\$ gdy Fed rozpocznie wygaszanie swojego programu QE, a EBC będzie swoje zakupy kontynuował.

Rynki walutowe – PLN może stracić do HUF i CZK.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

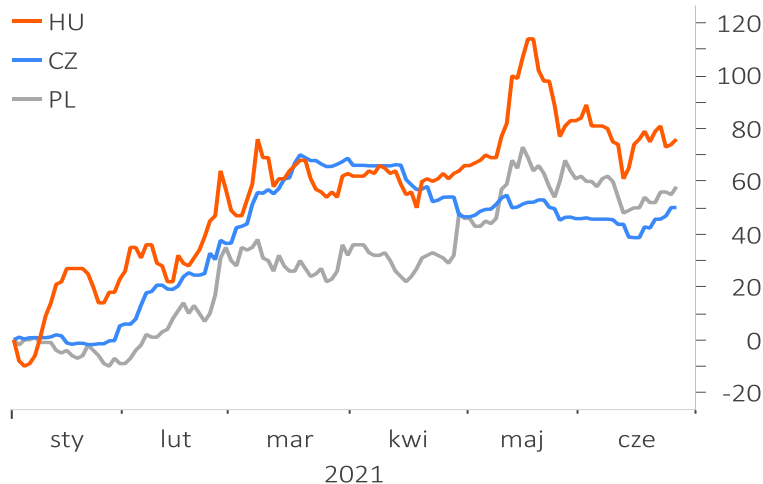


€/PLN:

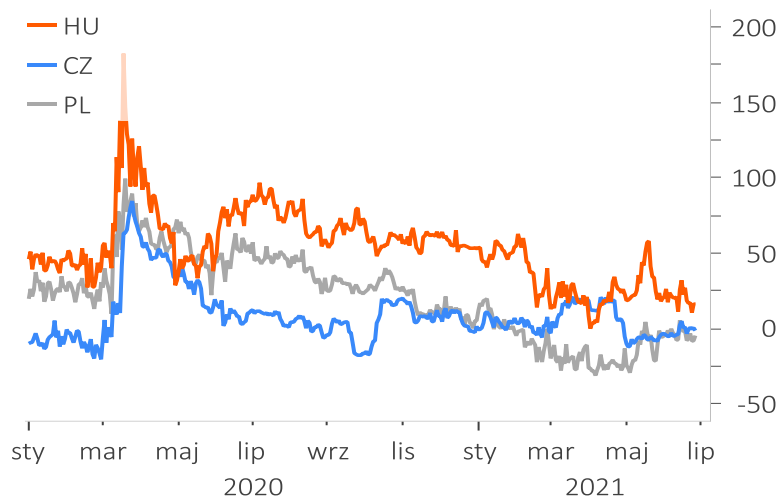
- Dziś rozpoczyna się pierwszy dzień faktycznych wakacji w handlu na złotym. Pozwoli to określić, na ile przepływy korporacyjne pomogą złotemu w ostatnim czasie. Słabszy dolar powinien pozwolić na umiarkowane umocnienie PLN na przełomie miesiąca, do około 4,48 wobec euro.
- Na większy ruch na razie nie liczymy. Polityka NBP kontrastuje bowiem z bankami centralnymi na Węgrzech, czy w Czechach, które już rozpoczęły podwyżki stóp procentowych. Prawdopodobnie będzie to skutkowało presją na osłabienie złotego wobec tamtejszych walut, w najbliższych tygodniach. Nadal widzimy też istotne ryzyko, że para €/PLN dotrze nawet do 4,58 w lipcu.
- W 2pol21 oczekujemy jednak powrotu złotego do umocnienia. Spodziewamy się, że osłabienie dolara będzie sprzyjać napływowi kapitałów do CEE. Złotemu powinna również pomagać koniunktura w kraju (wysoki wzrost PKB, czy nadwyżka handlowa), a w listopadzie swój cykl podwyżek stóp powinien w końcu zacząć NBP.
- Jednak równocześnie przybliżył się moment zacieśnienia polityki monetarnej Fed, co jest niekorzystne dla walut rynków wschodzących. Co więcej Prezes A.Głapiński preferuje słabszego złotego jako wsparcie dla koniunktury. Dlatego dość prawdopodobne wydają się interwencje NBP przeciw PLN, co najmniej werbalne. Dlatego zmiany naszej ścieżki €/PLN na najbliższe miesiące są relatywnie małe mimo perspektywy podwyżek stóp NBP przed końcem 2021. W 3kw21 kurs €/PLN powinien dotrzeć do około 4,45 oraz do 4,38-4,40 pod koniec roku.

Rynek długu – dalsze wzrosty rentowności w 2 poł21.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



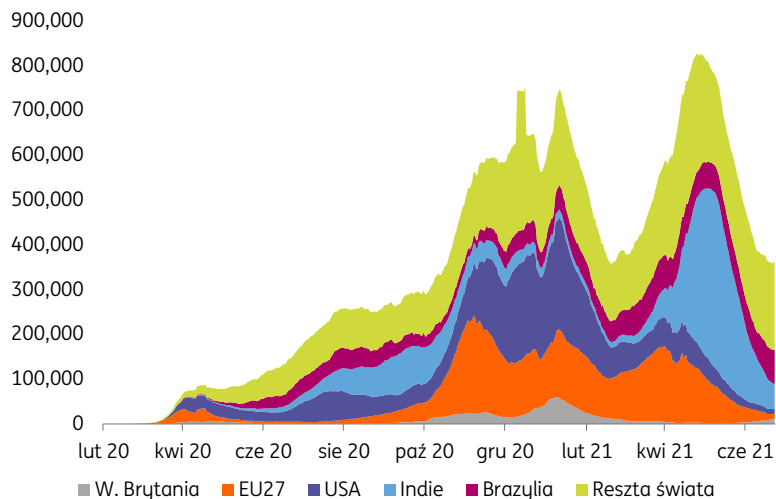
POLGBs:

- Do końca wakacji nie spodziewamy się dużych zmian POLGBs, ew. lekkiego zawężenia w spreadzie wobec krzywej niemieckiej. Ostatnie komentarze z RPP potwierdzają, że szanse na podwyżkę stóp przed posiedzeniem w listopadzie są znikome. Wypowiedź E.Gatnara z RPP sugeruje też, że możliwe jest utrzymanie skupu obligacji po rozpoczęciu podwyżek. To dodatkowo powinno stabilizować długi koniec krajowej krzywej.
- Po wakacjach POLGBs powinny wrócić do osłabienia, w ślad za rynkami bazowymi. Oczekujemy wówczas dużo wyższych emisji obligacji w gospodarkach rozwiniętych, szczególnie w USA (na sfinansowanie tegorocznego impulsu fiskalnego). Oczekujemy jednak wówczas dalszej kompresji spreadów do Bunda i ewentualnie asset swapów, m.in. z uwagi na niskie podaże SPW (bliskie zeru w ujęciu netto). Krajowe banki natomiast pozostają nadpłynne, z uwagi na niski popyt na kredyt. Zmusza je to do dalszych zakupów SPW, praktycznie bez względu na ceny.
- Zagrożeniem dla tego scenariusza jest kolejna fala pandemii, szczególnie w Europie kontynentalnej. Wyższa zaraźliwość wariantu delta (indyjskiego) koronawirusa oznacza, że do uzyskania odporności zbiorowej potrzeba zaszczepienia (lub przejścia zachorowania) przez nawet 80% populacji, a nie 60%, jak zakładano dotychczas. Przy obecnym tempie szczepień w Europie prawdopodobnie nie powiedzie się to w trakcie wakacji. Kolejne duże lockdowny nie są naszym scenariuszem bazowym gdyż najbardziej wrażliwą część populacji udało się już zaszczepić. Badania pokazują też znacznie niższe ryzyko ciężkiego przebiegu Covid-19 u zaszczepionych.

Covid-19: Pandemia przygastała, ale...

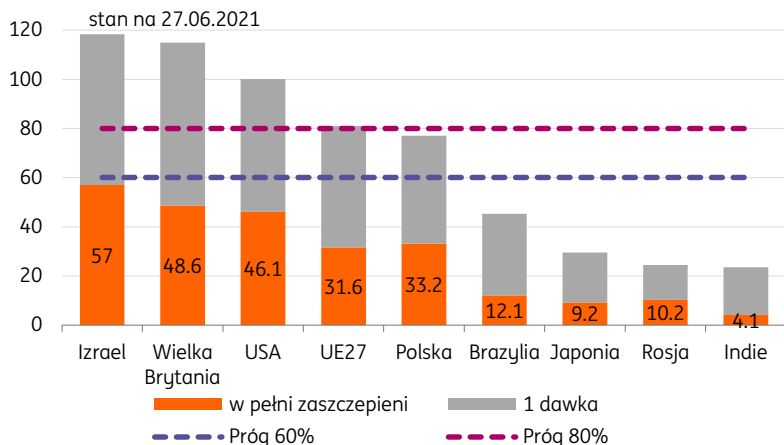
... nowe warianty koronawirusa rodzą ryzyko dla otwarcia i odbudowy gospodarek.

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



Źródło: Uniwersytet Johna Hopkinsa

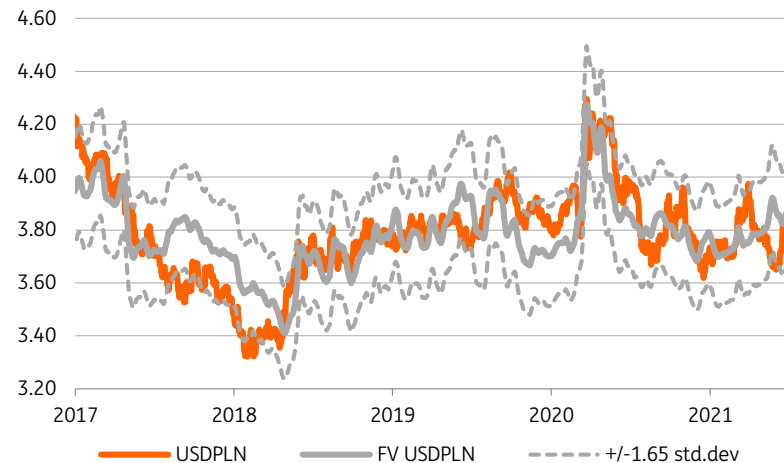
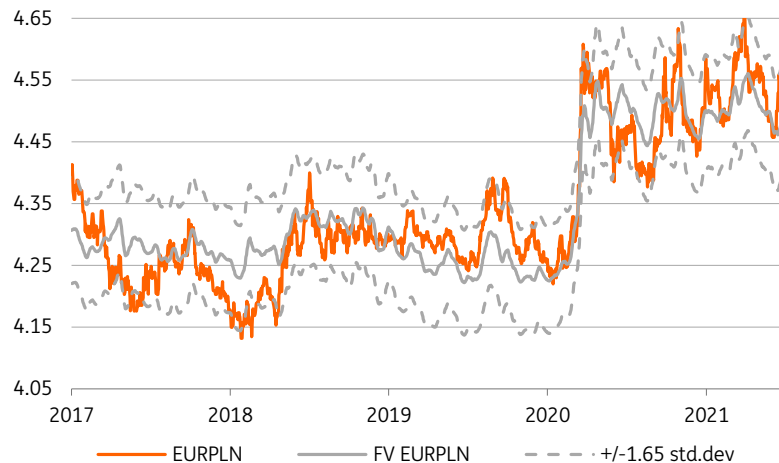
Zaszczepieni przeciw Covid-19 jako odsetek populacji, w %



- Po szczycie ponad 800tys. nowych przypadków Covid-19 dziennie na świecie pod koniec kwietnia, pandemia była w odwrocie. Jednakże od połowy czerwca, globalna liczba zakażeń koronawirusem (7-dniowa średnia), zatrzymała się na poziomie około 360-370tys. dziennie. Indie nie są już krajem o najwyższej liczbie zakażeń na świecie, lecz ponownie Brazylia. Przypada na nią około 20% nowych przypadków Covid-19 globalnie, na Indie – 15%. Trudna sytuacja epidemiczna wciąż panuje w innych krajach Ameryki Południowej.
- 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.
- Choć zachodnie szczepionki wydają się skuteczne na tę odmianę wirusa, to pojawiają się głosy o konieczności pełnego zaszczepienia nie 60%, a przynajmniej 80% populacji w celu uzyskania tzw. odporności zbiorowej. Dotychczas tylko Izrael jest bliski niższego progu, a dystans do niego w pozostałych krajach jest wciąż pokaźny, a do progu 80% - bardzo odległy.
- Wariant delta koronawirusa i prawdopodobne nowe jego odmiany w przyszłości komplikują powrót do pełnego otwarcia gospodarek. Anglia i Szkocja przesunęły je o 4 tygodnie, restrykcje wprowadziły ostatnio Portugalia, Izrael, czy Sydney. Od 24 czerwca Polska wprowadziła 10-dniową kwarantannę dla niezaszczepionych przyjezdnych spoza strefy Schengen. Unijna agencja ECDC szacuje, że jesienią wariant delta będzie stanowić 90% nowych zakażeń koronawirusem w UE.
- Kluczowa jest promocja programów szczepień, nie można wykluczyć szczepień obowiązkowych. Rozwiązaniem alternatywnym wobec kolejnej fali jest przywracanie restrykcji.

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Według naszych szacunków złoty jest obecnie relatywnie bliski wycenie modelowej zarówno w relacji do euro, jak i dolara. W razie powrotu napięć na rynki, czy umocnienia dolara, presja na wzrost €/PLN powinna wyhamować między 4,58-60.
- Rentowności obligacji skarbowych nadal pozostają niższe od wskazań modelu. Dopóki NBP prowadzi skup SPW stan taki powinien jednak się utrzymać.



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.