

Tygodnik ING

Poprawa sytuacji na rynku pracy USA przybliżyła moment zacieśnienia polityki Fed.

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

9 sierpnia 2021



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



W skrócie

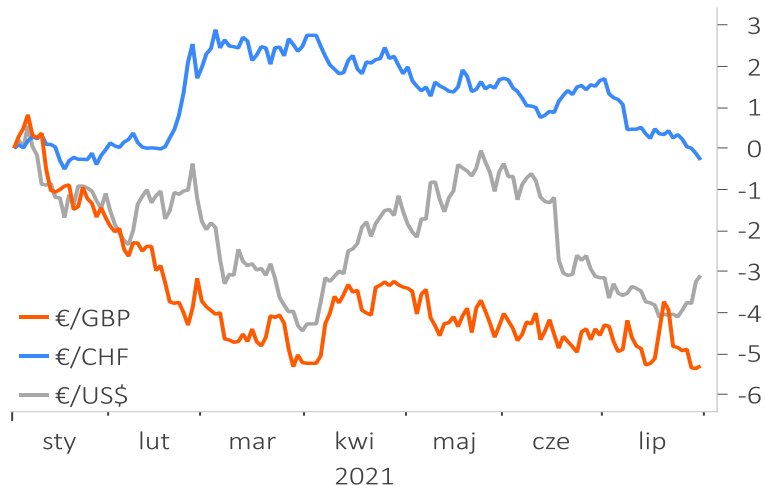
- Uwagę rynków w ubiegłym tygodniu skupiło wystąpienie jednego z wiceprezesów Fed. Zasugerował on relatywnie szybkie rozpoczęcie wygaszania QE. To przywróciło wiarę rynków w szybką normalizację polityki FOMC, prowadząc do spadku pary €/US\$ z 1,1870 do 1,1750. Wzrosły dochodowości na rynkach bazowych, 10letnie Treasuries o 7pb w skali tygodnia. Mocniejszy dolar zatrzymał umocnienie złota, kurs €/PLN wzrósł z 4,56 do 4,58. POLGBs osłabiły się w ślad za istotnym wzrostem złotych swap tygodnie wcześniej, ale w zdecydowanie mniejszej skali (7pb na długim końcu).
- W tym tygodniu uwagę inwestorów skupią prawdopodobnie dane o inflacji z USA. Spodziewamy się wyników zbliżonych do oczekiwań konsensusu. Obawiamy się jednak, że podwyższona CPI, wbrew sugestiom m.in. szefa Fed, utrzyma się co najmniej do przełomu roku. Powinniśmy zobaczyć nieco niższe tempo cen paliw, ale relatywnie wysoką inflację bazową w związku m.in. z silnym impulsem fiskalnym i wysoką dynamiką płac. Może to skłonić FOMC do rozpoczęcia wygaszania QE nawet w tym roku i podwyżki stóp w 2022.
- Z kraju w piątek poznamy szacunek PKB za 2kw21. Spodziewamy się, solidnego obicia. Luzowanie restrykcji sanitarnych rozpoczęte z końcem kwietnia sprzyjało konsumpcji. Firmy powinny kontynuować odbudowę inwestycji, na co wskazuje choćby ostatnie badanie NBP. Szczegóły wzrostu dopiero w końcu sierpnia. Poznamy za to ostateczny CPI za lipiec, pewnie bez zmian względem odczytu flash. NBP oblikuje też dane o bilansie płatniczym. Spodziewamy się wzrostu nadwyżki w obrotach bieżących do EUR771mln.
- Odbudowa oczekiwań na szybkie zacieśnienie polityki Fed powinna przełożyć się na spadek pary €/US\$ co najmniej do marcowych dołków, tj. 1,17. Dolarowi sprzyja również niepewność związana z przebiegiem pandemii, zwłaszcza w Azji. Oczekujemy również niewielkiego wzrostu rentowności Treasuries i wzrostu ich spreadu wobec krzywej niemieckiej. Mocniejszy dolar i łagodny NBP powinny sprzyjać wzrostowi pary €/PLN do około 4,60 w tym tygodniu. Rentowności SPW powinny utrzymać się na relatywnie niskim poziomie, mimo odbicia oczekiwań na podwyżki stóp NBP. W tym miesiącu odbędzie się wyłącznie jedna przetarg zamiany.

Kalendarz makroekonomiczny

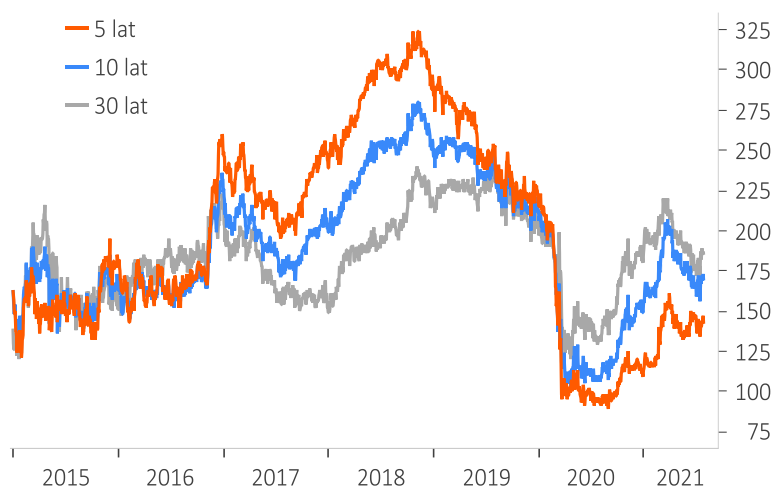
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
11 VIII	USA	14:30	CPI r/r	VII	5,3%	5,3%	5,4%
			Inflacja bazowa r/r	VII	4,3%	4,3%	4,5%
12 VIII	Strefa euro	11:00	Produkcja przemysłowa m/m	VI	-	0,5%	-1,0%
13 VIII	Polska	10:00	CPI r/r	VII	-	-	5,0%
			PKB r/r	II kw.	10,8%	11,0%	-0,9%
		14:00	Bilans obrotów bieżących	VI	€771mln	€801mln	€60mln
	USA	16:00	Nastroje gosp. domowych	VIII	82,0pkt.	82,0pkt.	81,2pkt.

Rynki walutowe – dalsze umocnienie dolara w wakacje.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

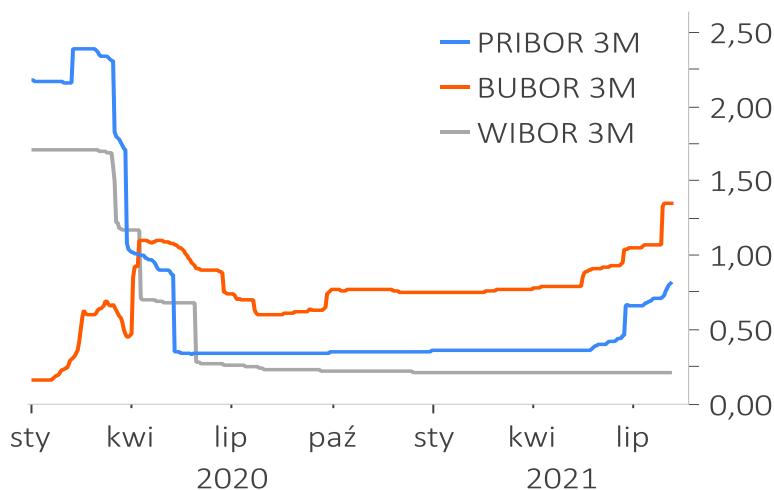
- Pod koniec wakacji spodziewamy się spadku €/US\$ co najmniej do dołków z marca, tj. 1,17. Z jednej strony obserwujemy odbudowę oczekiwań na relatywnie szybkie zacieśnienie polityki Fed, podczas gdy EBC w zasadzie zadeklarował brak zmian swojej polityki w najbliższych kwartałach.
- Dokłada się do tego niepewność związana z przebiegiem pandemii, zwłaszcza w Azji. Ilość nowych zakażeń jest relatywnie niska, ale odpowiedź w formie restrykcji sanitarnych może okazać się istotna, prowadząc do zaburzeń w łańcuchach dostaw.
- W naszej ocenie kurs €/US\$ wróci jednak do wzrostu po wakacjach, najpóźniej w 4kw21. Spodziewamy się, że pod koniec roku 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 Covid-19. Odbicie światowej gospodarki przy wychodzeniu z zapaści po Covid-19 powinno także sprzyjać odpływowi kapitałów z USA na rynki wschodzące.
- Głównym ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje ostrzejszy przebieg pandemii, zwłaszcza na rynkach wschodzących. Perspektywa wolniejszego wyjścia światowej gospodarki z pandemii będzie naszym zdaniem wspierać dolara, szczególnie, że wpływ Covid-19 na amerykańską gospodarkę powinien być ograniczony dzięki postępowi w szczepieniach.

Rynki walutowe – złoty może stracić w sierpniu.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

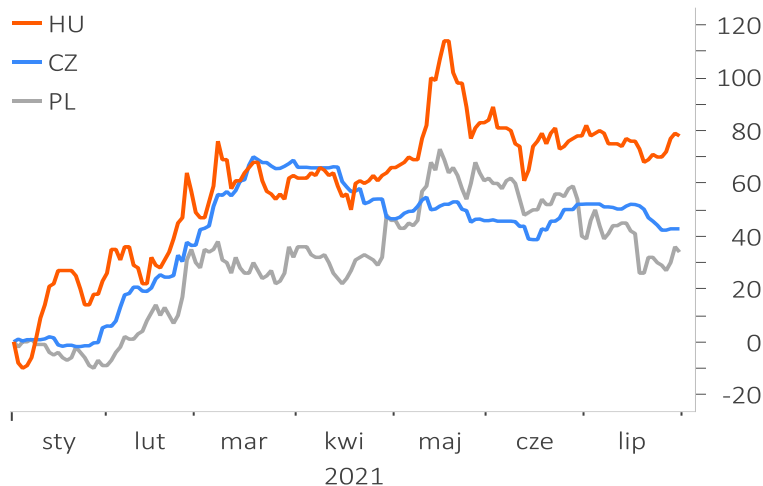


€/PLN:

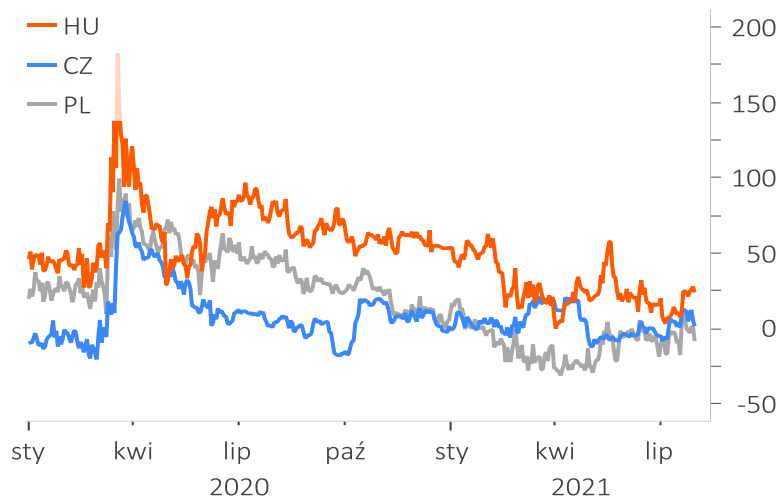
- W naszej ocenie powrót dolara do umocnienia przełoży się na osłabienie walut CEE, szczególnie złotego. Rynek już obecnie wycenia racjonalny scenariusz zmian stóp NBP (+15pb w tym roku). Biorąc pod uwagę retorykę RPP, nie widzimy podstaw aby oczekiwania te miały w najbliższym czasie wzrosnąć. Inne banki centralne w regionie już rozpoczęły zacieśnienie swojej polityki (por. wykres po lewej). Może to skłaniać do otwierania pozycji przeciw złotemu na tle innych walut regionu. Dlatego w sierpniu spodziewamy się powrotu pary €/PLN do 4,60 lub lekko wyżej.
- Po wakacjach spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego, wraz ze zbliżającym się momentem pierwszej podwyżki stóp NBP. Kurs €/PLN prawdopodobnie utrzyma się jednak ponad 4,50 do końca kwartału.
- Na początku września w sprawie kredytów walutowych wypowie się Sąd Najwyższy. Biorąc pod uwagę dotychczasową linię orzecznictwa SN, nie spodziewamy się, aby zdecydował się na silnie pro konsumencie rozstrzygnięcie. Nie będzie to więc skłaniać banków do masowych uгод i konwersji kredytów na złote (czyli sprzedaży PLN za CHF).
- Większego spadku kursu €/PLN oczekujemy raczej dopiero w 4kw21. Powinna wówczas znacząco spaść niepewność związana z 4 falą pandemii w gospodarkach rozwijających się. Walutom CEE pomóc powinien również m.in. oczekiwany przez nas wzrost kursu €/US\$. Na koniec roku oczekujemy zejścia €/PLN do około 4,40-42.

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

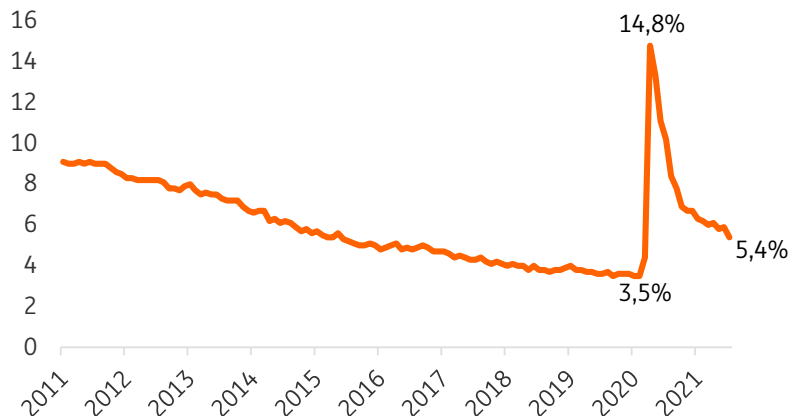


POLGBs:

- W tym tygodniu i prawdopodobnie do końca wakacji spodziewamy się stabilizacji rentowności SPW lub ich niewielkiego wzrostu. Wsparciem dla wycen, mimo odbudowy oczekiwań na podwyżkę stóp jeszcze w tym roku, jest niska podaż papierów. W tym miesiącu odbędzie się wyłącznie jeden przetarg zamiany. Z uwagi na rekordową poduszkę płynności Ministerstwa Finansów, nie spodziewamy się też większych emisji netto obligacji do końca roku.
- Publikowane w tym tygodniu dane powinny mieć niewielkie przełożenie na krajowy rynek długu. Komentarze z RPP wskazują, że Rada poczeka z podwyżką stóp na wyniki listopadowej projekcji, w zasadzie bez względu na bieżące dane.
- Po wakacjach spodziewamy się trwałego wzrostu rentowności POLGBs, w ślad za rynkami bazowymi, szczególnie Treasuries. W 4kw21 najprawdopodobniej okaże się, że skutki 4 fali pandemii na wzrost zarówno w kraju i globalnie są relatywnie niewielkie. Powinno również dojść do znacznego wzrostu podaży obligacji na rynkach bazowych, szczególnie w USA (obecnie blokuje je brak porozumienia odnośnie limitu zadłużenia).
- Oczekujemy jednak, że wzrostowi rentowności SPW w 4kw21 towarzyszyć będzie zawężenie spreadu wobec krzywej niemieckiej oraz ew. zawężenie asset swapów. To konsekwencja prawdopodobnego braku podaży netto w najbliższych miesiącach. Oczekujemy również spłaszczenia krajowej krzywej wraz ze spodziewanym wzrostem stóp NBP pod koniec roku.

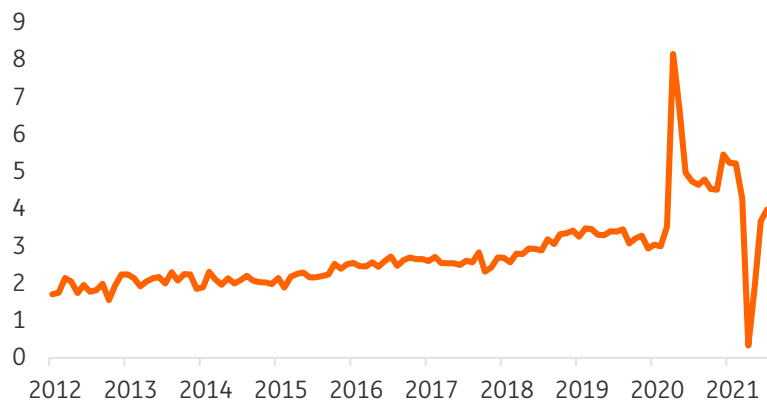
USA: Rynek pracy wciąż daleko od pełnego zatrudnienia.

Stopa bezrobocia w USA, odsezonowana



Źródło: <https://www.bls.gov/webapps/legacy/cpsatab1.htm>

Przeciętna płaca w sektorze prywatnym w USA Zmiana rok do roku.



Źródło: <https://www.bls.gov/ces/data/employment-situation-table-download.htm>

- Sytuacja na rynku pracy w USA poprawia się nieco szybciej od oczekiwań. W lipcu powstało 943 tys. nowych etatów, wobec oczekiwanych 870 tys. Dane za wcześniejsze miesiące zrewidowano zaś w górę o 119 tys. etatów. Z kolei stopa bezrobocia spadła z 5,7 do 5,4%r/r (wobec spodziewanych 5,6%).
- Tym niemniej rynek pracy pozostaje słabym punktem w sytuacji gospodarczej USA po pandemii. Liczb zatrudnionych jest wciąż o 5,7mln osób mniejsza niż na początku 2020, a stopa bezrobocia o 2pkt proc. wyższa. Popyt na pracę pozostaje bardzo wysoki – 49% małych firm raportuje posiadanie wakatów, których nie jest w stanie zapełnić. Barię jest niechęć bezrobotnych do podejmowania zatrudnienia za oferowane płace. Zasiłki dla bezrobotnych zostały na czas pandemii podniesione do US\$600 tygodniowo i są często wyższe niż wynagrodzenia za pracę. Są one wprawdzie już stopniowo wycofywane, ale proces ten skończy się dopiero 6 września. Na jesieni poziom zatrudnienia może więc skokowo wzrosnąć, a bezrobocie obniżyć się, ale osiągnięcie pełnego zatrudnienia, w które celuje Fed zajmie jeszcze co najmniej kilka kwartałów.
- W czasie pandemii dynamika płac w USA gwałtownie wzrosła (do 8,2%r/r) ze względu na to, że osoby wykonujące gorzej płatne zawody (np. w hotelarstwie i gastronomii) dużo częściej były zwalniane niż osoby wysoko wynagradzane (np. w IT). Odmrożenie gospodarki po pandemii oznaczało odwrócenie tego procesu i w konsekwencji spadek dynamiki płac. Tym niemniej wydaje się, że ustabilizowała się ona na wyższym poziomie (ok. 4%r/r) niż przed pandemią (3-3,5%r/r). Będzie to najprawdopodobniej czynnik podtrzymujący inflację na podwyższonym poziomie w najbliższych kwartałach.

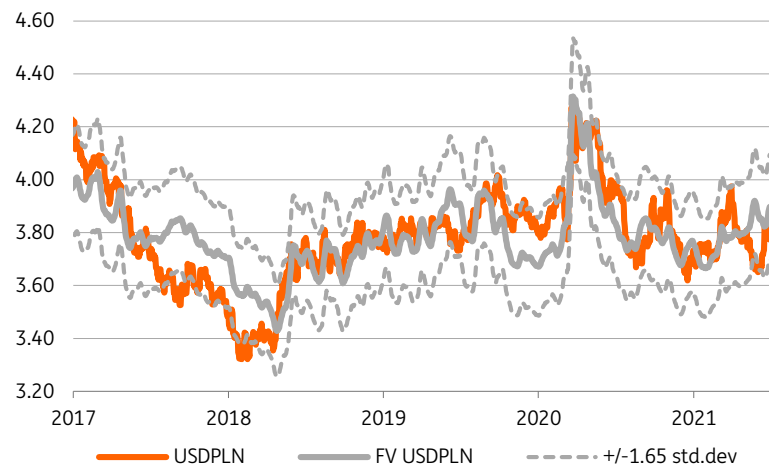
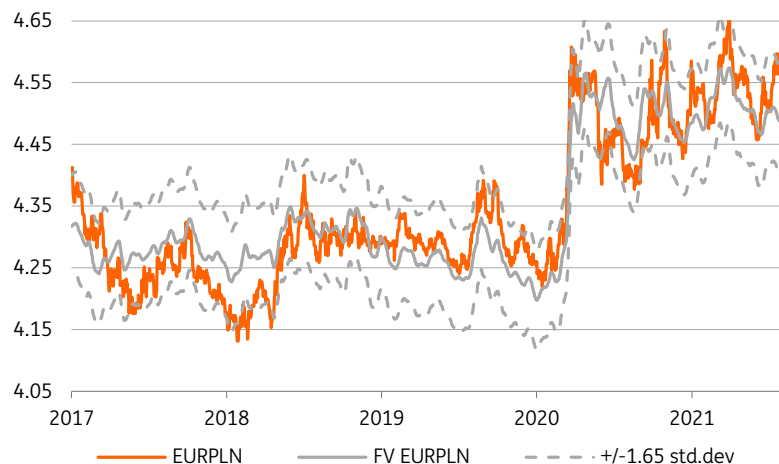
Prognozy walutowe

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	3.71	3.67	3.63	3.59	3.60	3.60	3.60	3.63	3.66	3.69	3.70	3.72
€/PLN	4.45	4.44	4.43	4.42	4.42	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.42	4.41
CHF/PLN	3.97	3.93	3.89	3.84	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.84	3.83
GBP/PLN	5.24	5.22	5.21	5.20	5.22	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 lekko niedowartościowany 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.