

Tygodnik ING

Słabe dane z USA ryzykiem dla dolara. Na rynkach długu trwa umocnienie.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

1 sierpnia 2022



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



W skrócie.

- Zgodnie z pierwszym szacunkiem amerykański PKB w ujęciu zannualizowanym (saar) spadł o w 1kw22. Ponieważ w tym ujęciu amerykańska gospodarka skurczyła się również w 1kw22, oznacza to, że w 1poł22 znalazła się w technicznej recesji. Stosunkowo słabe wyniki w 2kw22 wzbudziły oczekiwania na rynkach, że Fed będzie musiał przedwcześnie skończyć swój cykl podwyżek stóp.
- Dlatego w tym tygodniu punktem uwagi będą dane z USA, koniunktura w sektorze usług (środa) i szczególnie sytuacja na rynku pracy (piątek). Fed wielokrotnie podkreślał dobrą sytuację rynku pracy. W ocenie wielu inwestorów i analityków jej utrzymanie jest warunkiem do kontynuacji podwyżek stóp. Spodziewamy się niższego od oczekiwań wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem (choć nadal na solidnym poziomie). W naszej ocenie może to prowadzić do dalszego spadku oczekiwań na podwyżki stóp Fed. W efekcie oczekujemy utrzymania się presji na niższe rentowności po obu stronach oceanu. Piątkowe dane z Europy o PKB za 2kw22 zaskoczyły na plus, ale nie zmniejszyły się ryzyka związane z dostawami gazu z Rosji do UE.
- Po serii rozczarowań danymi z USA i lepszych od oczekiwań wynikach PKB z Europy za 2kw22 do publikacji payrolls może utrzymać się presja na wzrost €/US\$. Technicznie widzimy pole do wzrostu pary do około 1,0350. Słabszy dolar powinien pomóc walutom CEE. Mimo nadal raczej niekorzystnych fundamentów stojących za złotym, w tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób wyłamania się pary €/PLN poniżej 4,70. Ryzyko dla złotego pozostaje jednak istotne. Pogorszenie bilansu handlowego, złagodzenie retoryki NBP (dodatkowo wsparte stabilizacją CPI w wakacje) sugerują jednak istotne szanse na powrót €/PLN ponad 4,80 na przełomie miesiąca. W dalszej części roku spodziewamy się raczej stabilizacji €/PLN w ramach szerokiego trendu bocznego. Problemem jest polityka NBP. Nawet jeżeli stopy dojdą do oczekiwanego przez nas poziomu 8,5%, to zajmie to więcej czasu. RPP może też komunikować przedwczesny koniec cyklu podwyżek. Odnosimy wrażenie, że RPP preferuje słabego złotego zamiast dalszych podwyżek stóp.

Kalendarz makroekonomiczny/m

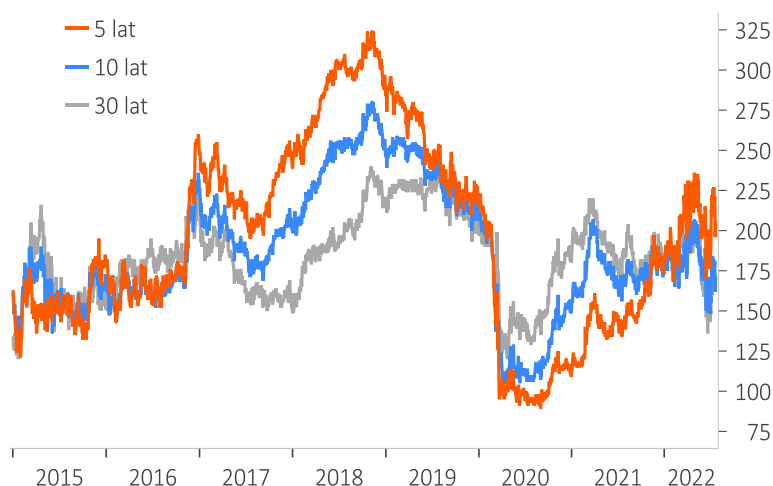
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
3 VIII	USA	16:00	ISM dla sektora usług	VII	-	54,0pkt.	55,3pkt.
4 VIII	Niemcy	8:00	Zamówienia w przemyśle m/m	VI	-0,5%	-0,7%	0,1%
	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		1,75%	1,75%	1,25%
5 VIII	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa r/r	VI	-1,5%	-	-1,4%
	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	VII	220tys.	255tys.	372tys.
			Stopa bezrobocia	VII	3,6%	3,6%	3,6%
			Wynagrodzenia m/m	VII	-	0,3%	0,3%

Rynki walutowe – Słabe dane z USA ryzykiem dla dolara.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

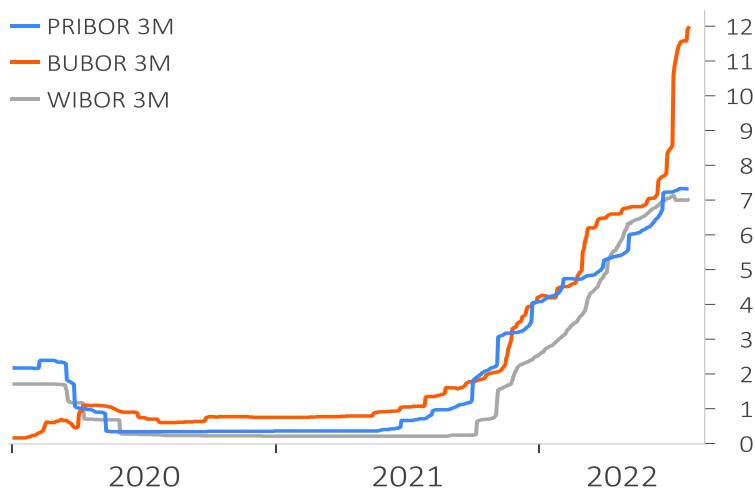
- Od połowy miesiąca para €/US\$ utrzymuje się w trendzie bocznym, ponad 1,01. Prób wyłamania się z niego w dół było kilka, ale kończyły się niepowodzeniem. Ostatnią zatrzymało połączenie gorszych od oczekiwań danych o PKB USA za 2kw22 i lepszych również o PKB ze strefy euro. Dolara z trendu bocznego nie była w stanie wybić nawet kolejna podwyżka stóp Fed o 75pb, ani złagodzenie retoryki EBC.
- Po serii rozczarowań danymi z USA i lepszych od oczekiwań wynikach PKB z Europy za 2kw22 do piątkowych payrollów może utrzymać się presja na wzrost €/US\$. Jeżeli payrollów zaskoczą na minus, to najprawdopodobniej para €/US\$ wyłame się górą z obecnej konsolidacji. Technicznie widzimy pole do wzrostu pary do około 1,0350. Na większy ruch w najbliższym czasie nie wskazują oczekiwania na dalsze podwyżki stóp Fed, które nadal premią amerykańską walutę wobec euro. Dodatkowym wsparciem dla US\$ pozostają ryzyka geopolityczne i oczekiwana recesja w Europie.
- Długoterminowe perspektywy kursu €/US\$ pozostają mocno niepewne. Głównym ryzykiem pozostaje zatrzymanie dostaw gazu z Rosji, co doprowadzi do recesji w Europie. To z kolei może dość szybko zatrzymać cykl podwyżek stóp EBC, mimo wysokiej jak na europejskie standardy inflacji. Dlatego nawet mimo bardziej zdecydowanego EBC szanse, że €/US\$ zdoła dotrzeć do 1,07 pod koniec 3kw22 obniżają się.

Rynki walutowe – Złoty może przejściowo zyskać.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

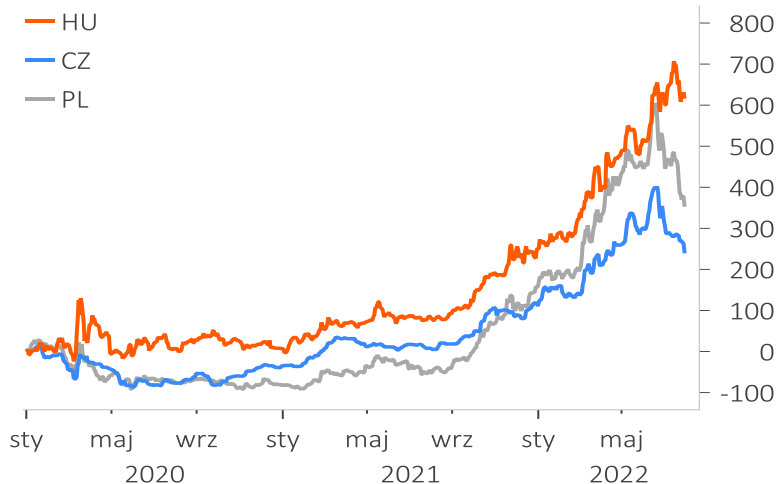


€/PLN:

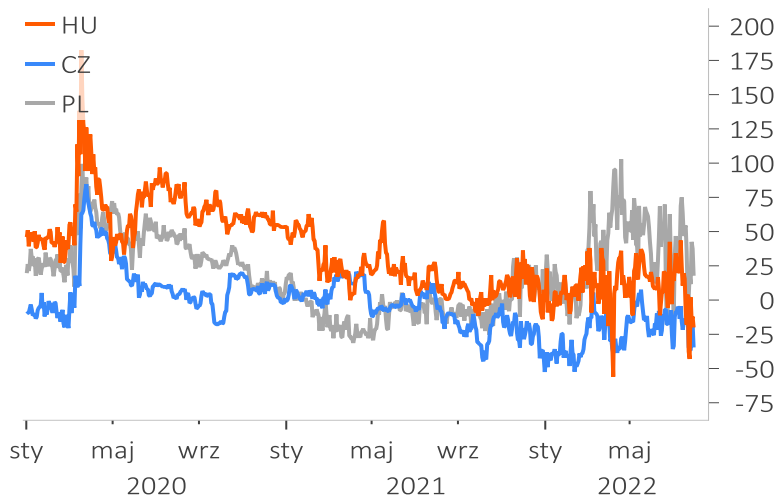
- Mimo stabilizacji dolara waluty CEE były w ubiegłym tygodniu silnie zmienne. Kurs €/PLN za początku tygodnia dotarł do 4,70, a już dwa dni potem był na 4,80. Obecnie para znajduje się na 4,74. Inwestorzy prawdopodobnie próbowali odbudować pozycje na osłabienie walut regionu CEE, licząc na ponowne umocnienie dolara.
- Mimo raczej niekorzystnych fundamentów stojących za PLN, w tym tygodniu spodziewamy się kolejnych prób wyłamania się pary €/PLN poniżej 4,70. Wyraźnie podniosły się koszty utrzymywania pozycji przeciw PLN. Znacznie zmniejszyła się też presja na spadek €/US\$, więc opłacalność budowania pozycji przeciw złotemu do dolara spadła. Jeżeli €/US\$ faktycznie w tym tygodniu wzrośnie, to może dość do fali stop loss z otwieranych ostatnio długich pozycji na US\$/PLN.
- Ryzyko dla złotego pozostaje istotne. Pogorszenie bilansu handlowego i złagodzenie retoryki NBP (dodatkowo wsparte stabilizacją CPI w wakacje) sugerują istotne szanse na powrót €/PLN do 4,80 na przełomie miesiąca. W dalszej części roku spodziewamy się raczej stabilizacji €/PLN w ramach szerokiego trendu bocznego. Problemem jest polityka NBP. Nawet jeżeli stopy dojdą do oczekiwanego przez nas poziomu 8,5%, to zajmie to więcej czasu. RPP może też komunikować przedwczesny koniec cyklu podwyżek. W dalszej części roku spodziewamy się raczej stabilizacji €/PLN w ramach szerokiego trendu bocznego. Problemem jest polityka NBP.

Rynek długu – Dalsze umocnienie obligacji.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- W ubiegłym tygodniu na rynkach długu nadal dominowały obawy przed recesją. Mimo lepszych od oczekiwań danych ze strefy euro za 2kw22, to umocnienie niemieckiej 10latki było w ubiegłym tygodniu większe, sięgając ponad 20pb. Zmienność SPW pozostała niezwykle wysoka. W pewnym momencie krajowe 10latki zyskiwały ponad 40pb, ostatecznie w skali tygodnia umocniły się o 30pb. Pomogły w tym zarówno sytuacja na rynkach bazowych, jak i spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP.
- W tym tygodniu punktem uwagi będą dane z USA, koniunktura w sektorze usług (środa) i szczególnie sytuacja na rynku pracy (piątek). W ocenie wielu inwestorów i analityków utrzymanie dobrej sytuacji na rynku pracy jest warunkiem do kontynuacji podwyżek stóp. Spodziewamy się niższego od oczekiwań wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem. Może to prowadzić do dalszego spadku oczekiwań na podwyżki stóp Fed. W efekcie oczekujemy utrzymania się presji na niższe rentowności po obu stronach Oceanu. Piątkowe dane z Europy o PKB za 2kw22 zaskoczyły na plus, ale nie zmniejszyły się ryzyka związane z dostawami gazu z Rosji do UE. Sytuacja na rynkach bazowych powinna więc sprzyjać umocnieniu lub co najmniej stabilizacji SPW w tym tygodniu. Także piątkowe wstępne dane o inflacji z kraju raczej wpisały się w popularny na rynku scenariusz szybkiego końca podwyżek stóp NBP.
- W dłuższej perspektywie, najprawdopodobniej po wakacjach, niezmiennie widzimy przestrzeń do wzrostów rentowności POLGBs. Inflacja jest daleka od opanowania, przed nami skok cen energii jesienią i od początku 2023 roku, słaby złoty także ponownie podniesie ceny, utrzymuje się presja płacowa.

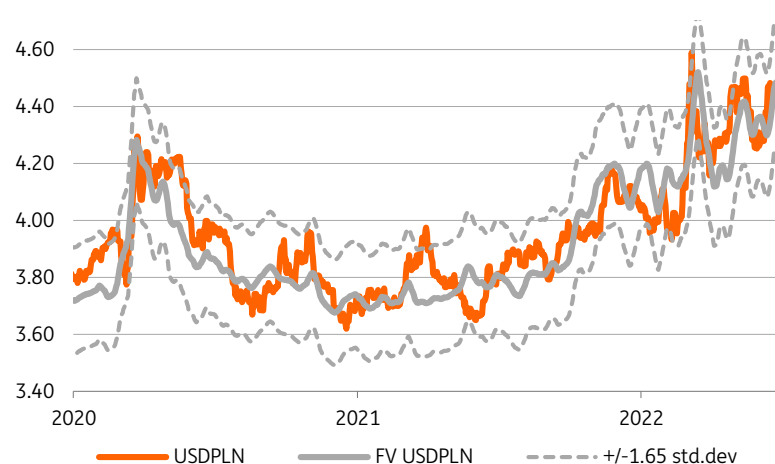
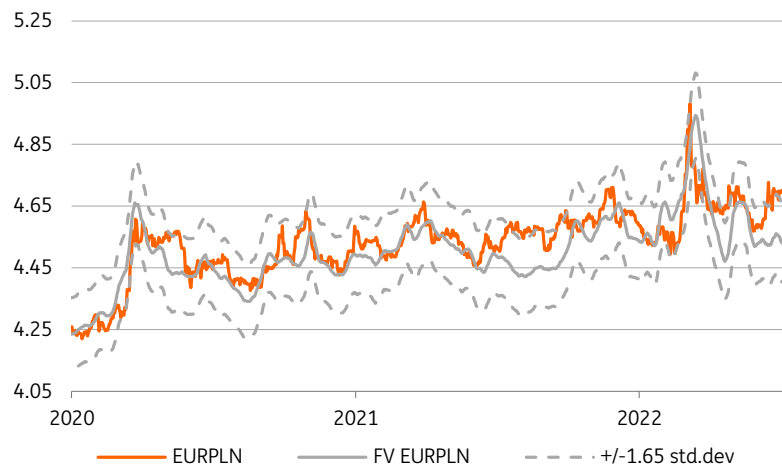
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23
US\$/PLN	4.52	4.48	4.44	4.40	4.37	4.33	4.29	4.26	4.22	4.18	4.13	4.09
€/PLN	4.75	4.75	4.75	4.75	4.74	4.73	4.72	4.71	4.69	4.68	4.65	4.63
CHF/PLN	4.61	4.54	4.47	4.40	4.37	4.35	4.32	4.29	4.26	4.24	4.20	4.16
GBP/PLN	5.79	5.75	5.70	5.65	5.64	5.62	5.60	5.58	5.56	5.54	5.50	5.46

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Niedowartościowanie złotego wobec euro według naszych szacunków pozostaje wysokie. Rosnące oczekiwania na wzrost stóp procentowych w Polsce uzasadniają dalsze umocnienie złotego wobec wspólnej waluty. Problemem jest niepewność geopolityczna oraz przedłużający się konflikt wokół KPO. Dodatkowo problemem jest niespójna polityka fiskalna i monetarna w kraju. Modele sugerują też pole do zawężenia asset swapów, choć same rentowności obligacji mają ciągle przestrzeń do wzrostu.



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.