

Tygodnik ING

Rynki skupione na gospodarce USA. Mocne payrolls podnoszą szanse na 75pb podwyżki Fed we wrześniu.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

8 sierpnia 2022



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



W skrócie.

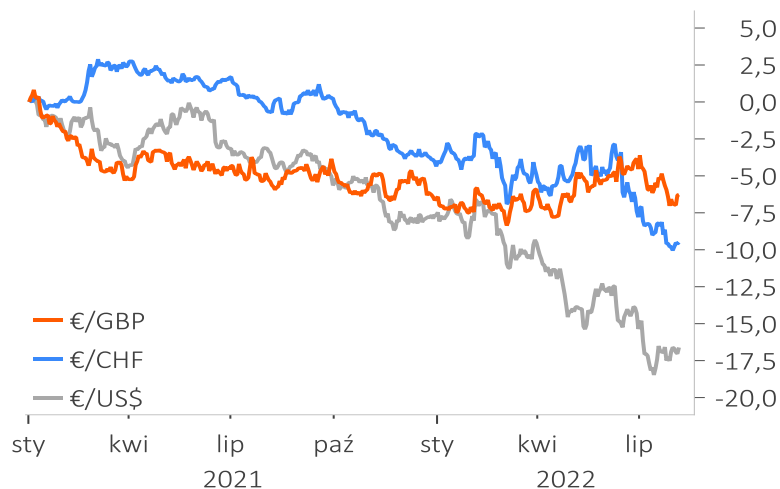
- Piątkowe dane z rynku pracy w USA okazały się sporą niespodzianką dla rynków – zatrudnienie w sektorach pozarolniczych (tzw. non-farm payrolls) wzrosło w lipcu o 528 tys., wobec oczekiwań na poziomie 250 tys. Oznacza to, że wszystkie miejsca pracy utracone w czasie pandemii zostały w końcu w pełni odzyskane, a całkowita liczba miejsc pracy znajduje się na rekordowym poziomie 152,5 mln. Dane potwierdzają, że rynek pracy pozostaje rozgrzany i jak dotychczas jest odporny na pogorszenie koniunktury w amerykańskiej gospodarce (techniczna recesja w 1poł22). Liczba wakatów na bezrobotnego (blisko 2) pozostaje wysoka, co powoduje, że nawet w przypadku dalszego spowolnienia gospodarczego kondycja rynku pracy nie powinna mocno się pogorszyć. Stawia to Fed w komfortowej sytuacji w zakresie kontynuacji cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. We wrześniu nie można wykluczyć podwyżki stóp o 75pb, choć naszym scenariuszem bazowym na razie pozostaje 50bp.
- W kontekście wrześniowej decyzji Fed istotny będzie najbliższy odczyt CPI z USA (środa). Spodziewamy się uporczywie wysokiej presji cenowej i wzrostu cen konsumpcyjnych w lipcu o 8,7%r/r (konsensus 8,9%, miesiąc wcześniej 9,1%). Ważniejszy będzie komponent bazowy, pokazujący siłę presji cenowej związanej z popytem wewnętrznym. Spodziewamy się wzrostu inflacji bazowej do 6,0%r/r z 5,9% przed miesiącem (konsensus 6,1%). Jeżeli jednak inflacja bazowa wzrośnie ponad 6%, to szanse na trzecią z rzędu podwyżkę stóp Fed o 75pb wzrosną naszym zdaniem ponad 50%.
- Kurs €/PLN praktycznie nie zareagował na umocnienie dolara po piątkowych payrolls. To powinno zachęcać inwestorów do kolejnych prób przeciągnięcia kursu poniżej wsparcia na 4,70. Technicznie poziomem docelowym jest 4,68. Przetłamanie tego wsparcia byłoby sygnałem powrotu €/PLN do trendu spadkowego, co jednak jest niespójne z krajowymi fundamentami (np. złagodzeniem retoryki NBP). Mocniejszy złoty może utrzymać się przez większą część miesiąca, kiedy zmienność na rynkach jest mniejsza, a inwestorzy zamykają bardziej ryzykowne pozycje na okres wakacyjny.

Kalendarz makroekonomiczny/m

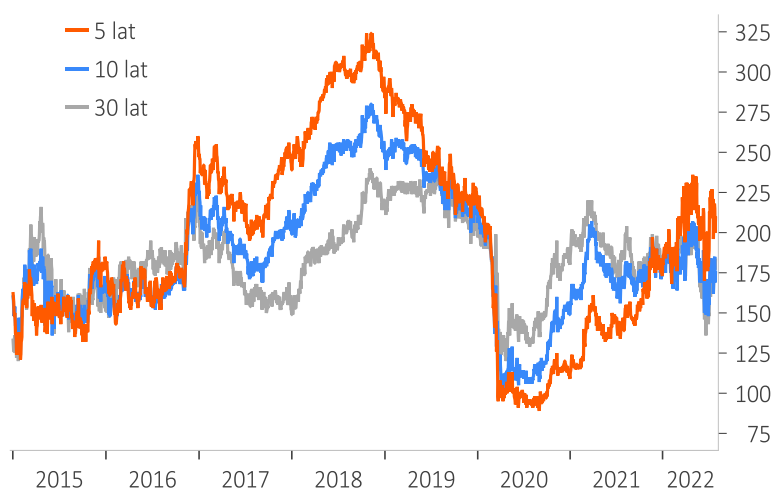
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 VIII	USA	14:30	CPI r/r	VII	8,7%	8,9%	9,1%
			Inflacja bazowa r/r	VII	6,0%	6,1%	5,9%
11 VIII	USA	14:30	PPI r/r	VII	10,1%	10,3%	11,3%
12 VIII	UK	8:00	PKB kw/kw	II kw.	-0,1%	-0,2%	0,8%
	Polska	10:00	CPI r/r – ostateczne dane	VII	15,5%	15,5%	15,5%
	USA	16:00	Wsk.. nastrojów konsumentów	VIII	55,0pkt.	52,0pkt.	51,5pkt.

Rynki walutowe – €/US\$ w trendzie bocznym.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

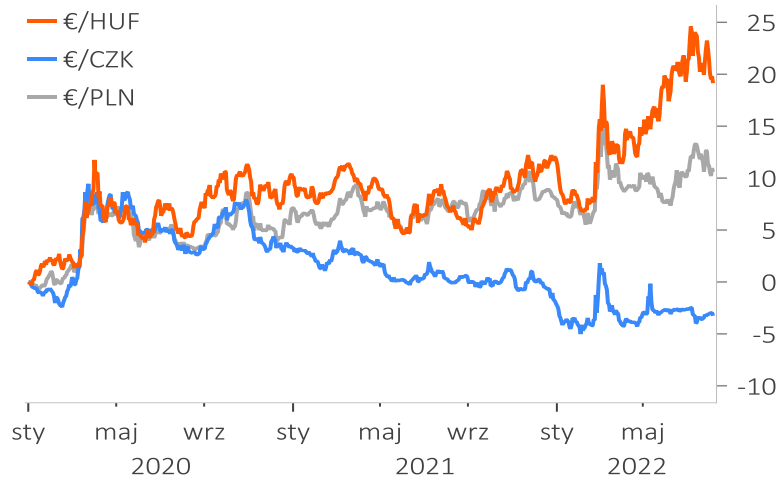


€/US\$:

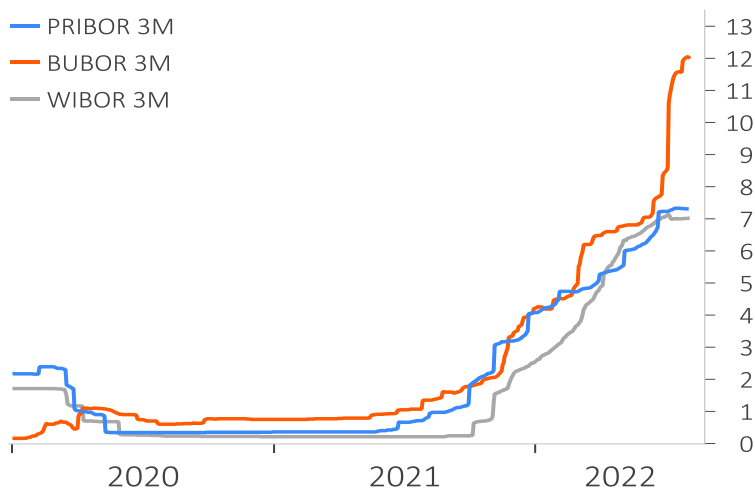
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ utrzymał się w trendzie bocznym. Para próbowała wybić się ponad 1,0250 gdy opadły napięcia na rynkach po wizycie N. Pelosi (przewodnicząca Izby Reprezentantów USA) na Tajwanie. Nie pozwoliły na to jednak lepsze od oczekiwań dane z USA, m.in. piątkowe payrolls, które istotnie podniosły szanse na kolejne 75pb podwyżki stóp Fed we wrześniu.
- W tym tygodniu uwagę rynków najprawdopodobniej utrzymają dane z USA, przede wszystkim CPI (środa). Spodziewamy się wysokiego odczytu (zarówno głównego wskaźnika, jak i inflacji bazowej), choć w nieco niższej skali niż wskazuje konsensus. Sugeruje to kolejne próby wyłamania pary €/US\$ ponad 1,0250. Biorąc jednak pod uwagę rosnące oczekiwania na 75pb podwyżki stóp Fed we wrześniu nie spodziewamy się powodzenia tych prób. Spadają też szanse, że €/US\$ zdoła się wyłamać ponad ten poziom w czasie wakacji. Technicznie jego przełamanie otworzyłoby drogę nawet do wzrostu pary do 1,0350.
- W 2poł22 para €/US\$ prawdopodobnie utrzyma się na relatywnie niskim poziomie (może nie wrócić ponad 1,05). 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. Uważamy natomiast, że mimo wejścia USA w techniczną recesję, Fed będzie kontynuować podwyżki stóp do ponad 3% pod koniec roku.

Rynki walutowe – Próby wyłamania €/PLN poniżej 4,70.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

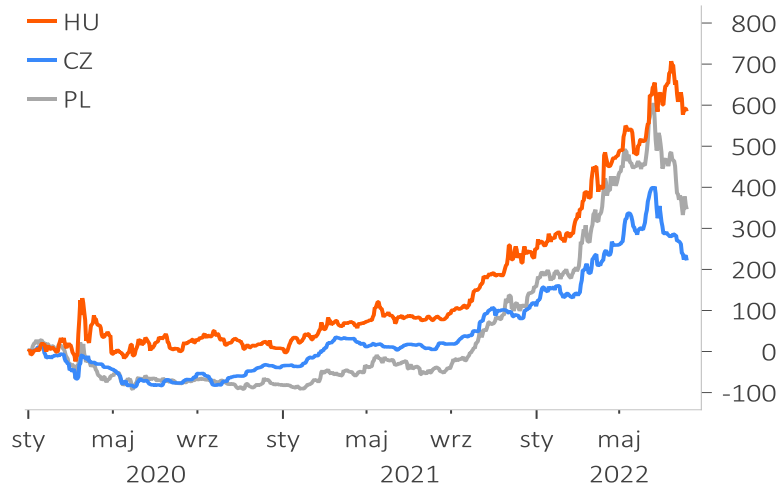


€/PLN:

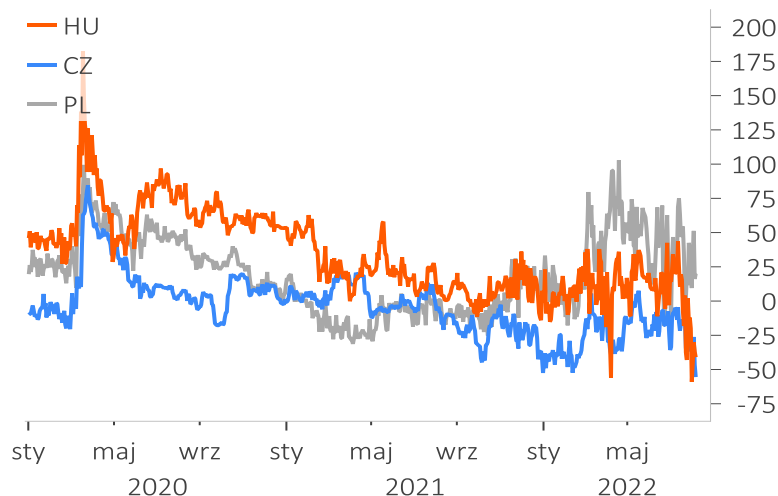
- W ubiegłym tygodniu złoty dobrze zniósł zmiany na rynkach, wywołane zaostreniem napięć między USA i Chinami (po wizycie N.Pelosi na Tajwanie), czy znacznie lepszymi od oczekiwań payrollami. Obserwowaliśmy też kilka prób wyłamania się pary €/PLN poniżej 4,70, ale bez powodzenia. Kurs na przełomie tygodnia pozostał jednak bardzo blisko tego poziomu.
- Kurs €/PLN praktycznie nie zareagował na umocnienie dolara po piątkowych payrollach. To powinno zachęcać inwestorów do kolejnych prób przeciągnięcia kursu poniżej wsparcia na 4,70. Technicznie poziomem docelowym jest 4,68. Przełamanie tego wsparcia byłoby sygnałem powrotu €/PLN do trendu spadkowego, co jednak jest niespójne z krajowymi fundamentami (np. złagodzeniem retoryki NBP). Publikowane w tym tygodniu dane z kraju powinny mieć małe znaczenie dla PLN – handel nadal odbywa się raczej na poziomie całego koszyka CEE, w oparciu o globalny sentyment. Mocniejszy złoty może utrzymać się przez większą część miesiąca, kiedy zmienność na rynkach jest mniejsza, a inwestorzy zamykają bardziej ryzykowne pozycje na okres wakacyjny.
- Ryzyko dla złotego pozostaje jednak istotne. Pogorszenie bilansu handlowego i złagodzenie retoryki NBP (wsparte stabilizacją inflacji w wakacje) sugerują jednak szanse na powrót €/PLN do 4,80 po wakacjach. W dalszej części roku spodziewamy się raczej stabilizacji €/PLN w ramach szerokiego trendu bocznego. Jeżeli stopy NBP dojdą do oczekiwanego przez nas poziomu 8,5%, to zajmie to więcej czasu. RPP może też komunikować przedwczesny koniec cyklu podwyżek.

Rynek długu – Możliwe osłabienie SPW.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020



- Seria lepszych od oczekiwań danych z USA (m.in. payrolls) znalazła odzwierciedlenie na rynkach długu. Pojawiły się komentarze, że dobra kondycja na amerykańskim rynku pracy to argument za podwyżką stóp Fed o 75pb we wrześniu. Rentowność amerykańskiej 10latki w skali tygodnia podniosła się o 15pb. Zmienność SPW pozostała bardzo wysoka, sugerując nadal znikomą płynność. W trakcie tygodnia 10latka osłabiła się o 30pb, ale w piątek wróciła praktycznie do poziomów z poniedziałku.
- Sytuacja na rynkach bazowych jest mniej korzystna dla SPW niż się spodziewaliśmy. CPI z USA (nawet jeżeli zrealizuje się nasza nieco niższa niż konsensus prognoza) sugeruje utrzymanie uporczywie wysokiej presji cenowej w amerykanie gospodarce, co po solidnych payrolls powinno wzmocnić oczekiwania na 75pb podwyżki Fed we wrześniu. Krajowy dług może zacząć ten tydzień nadganiając wzrosty rentowności np. Bunda z drugiej połowy ubiegłego tygodnia. Rentowności mogą jednak mieć problem żeby wrócić ponad poziomy z czwartku-piątku. Zmienność prawdopodobnie pozostanie wysoka, ze względu na niską wakacyjną płynność.
- W dłuższej perspektywie, najprawdopodobniej po wakacjach, widzimy przestrzeń do wzrostów rentowności POLGBs. Inflacja jest daleka od opanowania, a przed nami skok cen energii jesienią i od początku 2023. Ponadto utrzymuje się presja płacowa, a mniej jastrzębie komunikaty ze strony NBP mogą ciężić PLN po wakacjach. Wzrost kosztów energii rodzi ryzyko dalszego wzrostu inflacji w 4kw22 i 1kw23. Oznaczałoby to konieczność podniesienia stóp NBP do wyższych poziomów niż wycenia to obecnie rynek.

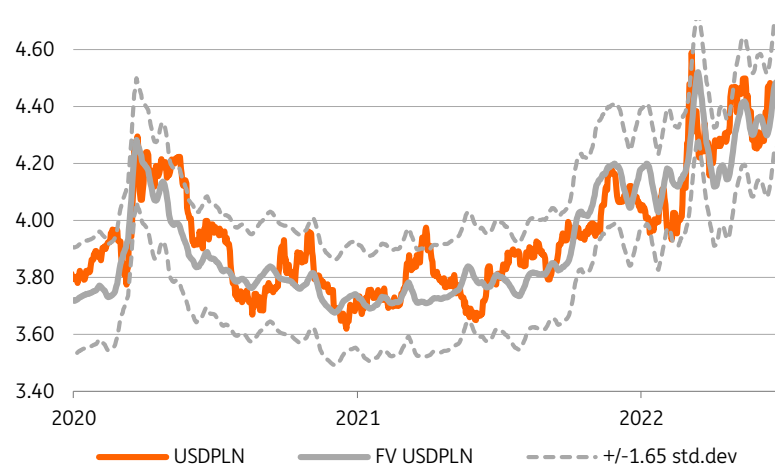
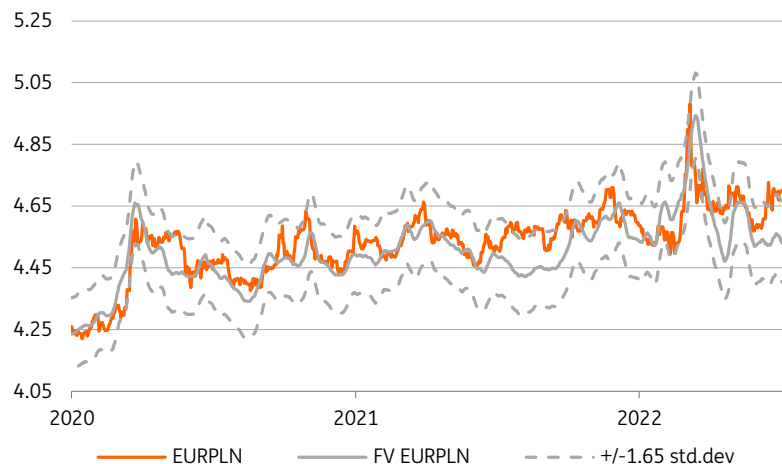
Prognozy walutowe.

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	4.66	4.66	4.66	4.66	4.62	4.58	4.50	4.45	4.41	4.37	4.33	4.30
€/PLN	4.75	4.75	4.75	4.75	4.74	4.73	4.72	4.71	4.69	4.68	4.67	4.65
CHF/PLN	4.61	4.54	4.47	4.40	4.37	4.35	4.32	4.29	4.26	4.24	4.21	4.18
GBP/PLN	5.79	5.75	5.70	5.65	5.64	5.62	5.60	5.58	5.56	5.54	5.52	5.50

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 znajdą 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.