

Tygodnik ING

Dane z USA wskazują na łagodne spowolnienie i koniec podwyżek Fed. Euroland balansuje na granicy recesji z uporczywą inflacją.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak, Michał Rubaszek

7 sierpnia 2023



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



W skrócie

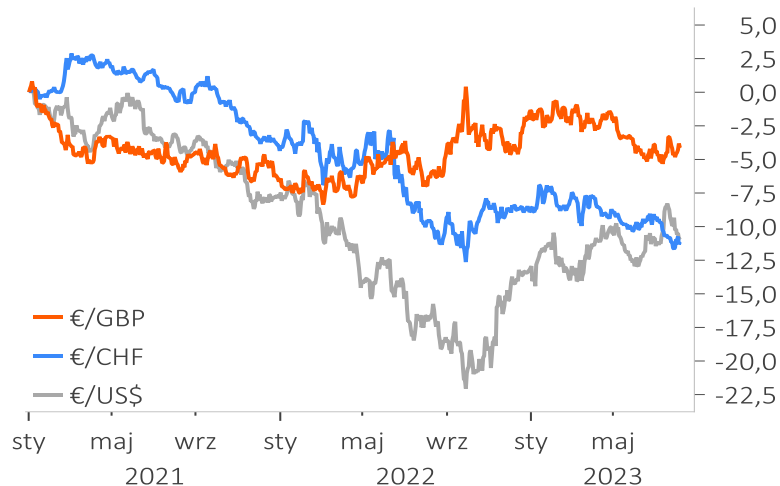
- W tym tygodniu uwagę rynków skupią lipcowe dane o inflacji w USA. Wzrost CPI z 3,0 do 3,3%r/r będzie zasługą niskiej bazy z ub. roku, dlatego rynki skupią się na dynamice m/m, która wyniesie 0,2% m/m i będzie wskazywać na stopniowy powrót do celu 2%r/r.
- Punktem uwagi będzie także inflacja bazowa, nasze prognozy i konsensus wskazują na wzrost 0,2% m/m i stabilizację rocznej inflacji bazowej na poziomie 4,8%r/r, podobnie jak przed miesiącem. Widzimy szansę na niższy wzrost m/m ze względu na spadek cen aut oraz powrót do sezonowych spadków cen odzieży w miesiącach letnich, co może sprowadzić roczną inflację bazową nawet do 4,7%r/r.
- Biorąc pod uwagę ryzyka dla koniunktury na przełomie roku 2023-24 oraz trwające zacieśnienie restrykcyjności polityki pieniężnej oraz szerszej pojętej sytuacji w sektorze finansowym (wzrost rentowności obligacji, wzrost realnych długoterminowych stóp, dalsze zaostrzenie warunków udzielania kredytów etc), uważamy, że dalsze podwyżki stóp przez FOMC nie będą już potrzebne.
- W czerwcu produkcja przemysłowa w Niemczech spadła w ujęciu realnym o 1,5% m/m, po spadku o 0,1% w maju. W ujęciu r/r produkcja zmniejszyła się o 1,7%. Słaby wynik to w dużym stopniu konsekwencja fatalnej kondycji branży motoryzacyjnej. Popyt na auta jeszcze z okresu pandemii prawdopodobnie już został zaspokojony. Słabo radziła sobie również produkcja budowlana. Poprawiła się natomiast produkcja w branżach energochłonnych, ale w ujęciu r/r nadal notowała silne spadki (-12,2%).
- Koniunktura w niemieckim przemyśle pozostaje słaba, szczególnie w kluczowej motoryzacji. Pewien optymizm budzić może jednak wyraźna poprawa w branżach energochłonnych oraz poprawa zamówień na dobra konsumpcyjne. Łącznie w 2kw23 niemieckie zamówienia wydobyły się z załamania jakie obserwowaliśmy na przełomie 1-2kw23. Także PKB całego Eurolandu (nawet po wyłączeniu super mocnej Irlandii) za 2kw23 zanotował wzrost oraz stabilizację w Niemczech, a przykład USA pokazuje że ze spadkiem inflacji rośnie skłonność do konsumpcji. To sugerowałoby odbicie koniunktury w 2poł23, gdyby nie fatalnie niskie PMI, Ifo oraz słabość sektora motoryzacyjnego, a także duży udział jednorazowych dużych zamówień (z lotnictwa) w ostatnim ich odbiciu.

Kalendarz makroekonomiczny

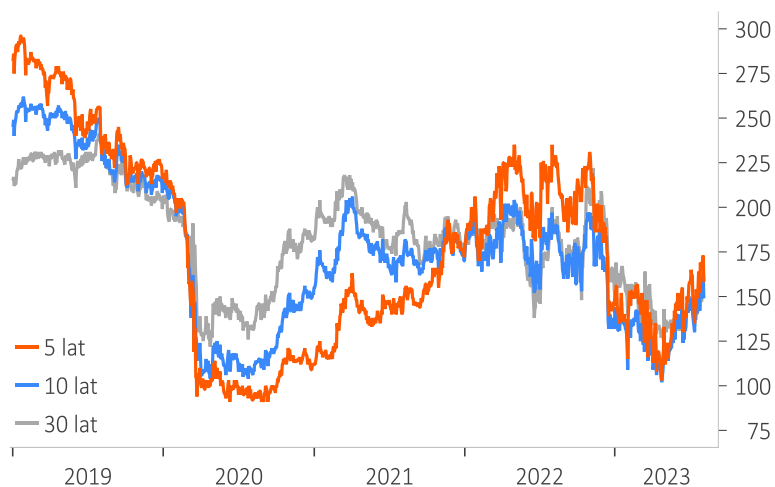
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
10 VIII	USA	14:30	CPI r/r	VII	3,3%	3,3%	3,0%
			Inflacja bazowa r/r	VII	4,8%	4,7%	4,8%
11 VIII	UK	8:00	PKB r/r	2kw	0,2%	-	0,2%
	Polska	14:00	Bilans obrotów bieżących	VI	€961mln	€1274mln	€1392mln
	USA	14:30	PPI r/r	VII	0,7%	0,7%	0,1%
		16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VIII	71,5pkt.	71,0pkt.	71,6pkt.

Rynki walutowe – inwestorzy czekają na inflację z USA.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

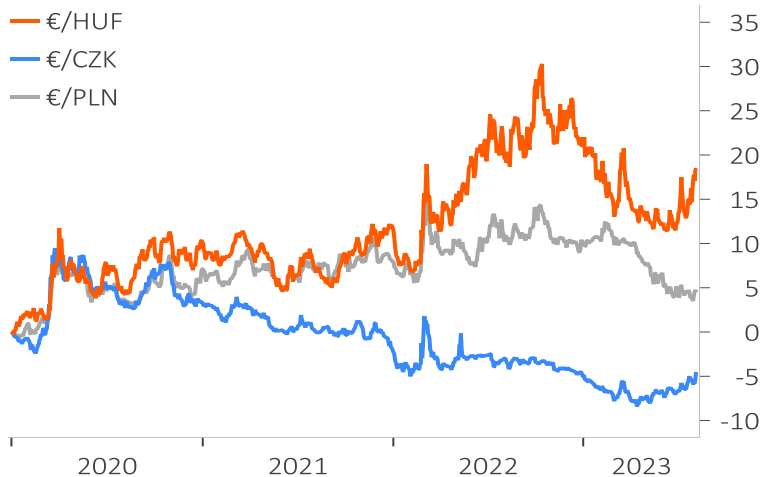


€/US\$:

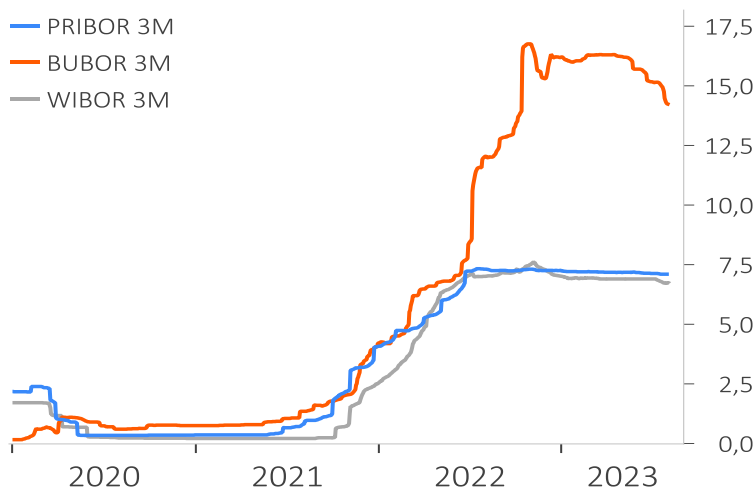
- Ubiegłotygodniowe dane z USA okazały się słabsze od oczekiwań (PMI, ISM). Ale ogólny bilans sytuacji w USA jest pozytywny, wskazuje na dalszy wzrost PKB w 3kw23 oraz raczej na scenariusz „soft landingu” a więc łagodnego spowolnienia niż recesji na przełomie 23-24. Brak było też większej reakcji dolara na obniżenie ratingu USA przez Fitch. W efekcie para €/US\$ przeszła w trend boczny wokół 1,10.
- Krótkoterminowe perspektywy koniunktury w USA cały czas wyglądają dobrze. Dlatego przy ocenie kolejnych działań Fed inwestorzy powinni zwracać szczególną uwagę na dane inflacyjne. W tym tygodniu poznamy przede wszystkim CPI z USA (czwartek) i PPI (piątek). Spodziewamy się wyników bardzo zbliżonych do oczekiwań z ryzykiem głębszego spadku inflacji bazowej, co sugeruje utrzymanie €/US\$ w trendzie bocznym przy 1,10. Rynek będzie jednak prawdopodobnie wyczulony na wszelkie zaskoczenia i większej reakcji spodziewamy się w razie odczytów poniżej konsensusu. Technicznie para powinna utrzymać się pomiędzy 1,11 i 1,0880 do wspomnianych danych.
- W 2poł23 i 2024 oczekujemy dalszego osłabienia dolara wobec euro. Fed rozpoczął podwyżki stóp wcześniej niż EBC i najprawdopodobniej także szybciej rozpocznie obniżki, szczególnie, że inflacja w USA szybko hamuje. Na koniec roku oczekujemy €/US\$ w okolicach 1,15, ale ryzyka dla tego scenariusza są raczej w dół. Ostatnie dane ze strefy euro na ogół rozczarowały i tworzy to niepewność co do dalszych podwyżek stóp EBC, szczególnie wobec pewnego złagodzenia retoryki Rady Prezesów. Kluczowy z punktu widzenia Fed rynek pracy pozostaje natomiast mocny.

Rynki walutowe – €/PLN znów bliżej tegorocznych dołków.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2020 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE

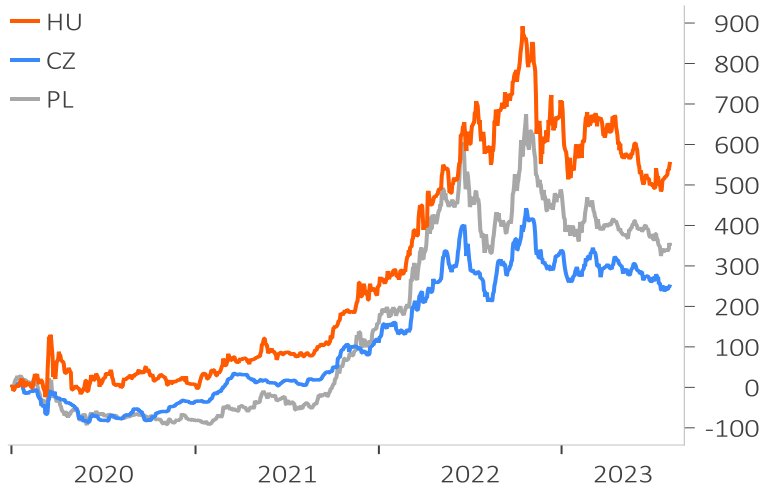


€/PLN:

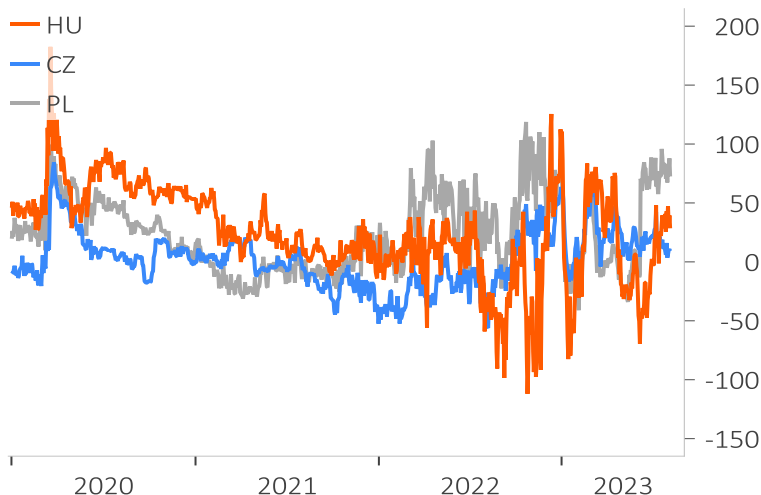
- W ubiegłym tygodniu złoty (i inne waluty CEE) znalazły się pod presją. Pogorszył się ogólny sentyment na rynkach, co dodatkowo skłaniało do gry na korektę €/PLN z najniższych w tym roku poziomów. W ciągu tygodnia kurs dotarł z 4,40 do 4,47, ale dziś rano jest znów blisko 4,43.
- €/PLN nie kontynuował wzrostów na przełomie tygodnia, przebijając też lokalne wsparcie w piątek. Przy prawdopodobnie względnie stabilnym €/US\$ na początku tego tygodnia popyt na złotego powinien znów zacząć się poprawiać. Fundamenty stojące za złotym pozostają bowiem sprzyjające (zwłaszcza nadwyżka w handlu zagranicznym). Technicznie prawdopodobny jest powrót bliżej ostatnich dołków przy 4,40. W dalszej części miesiąca nie wykluczamy, że €/PLN zdoła je krótkoterminowo pogłębić.
- Według naszych szacunków złoty pozostaje przewartościowany wobec euro (vide wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). Naszym zdaniem będzie to hamować presję na spadek €/PLN poniżej 4,40. To także argument za większą korektą / wzrostem €/PLN, choć może do tego nie dojść przed końcem wakacji.
- W okresie wyborczym i po nim ryzyka dla złotego mogą jednak wzrosnąć. Aktualne sondaże wskazują, że także po wyborach trudne może być przeforsowanie zmian legislacyjnych, które powinny umożliwić odblokowanie całości środków z Funduszu Odbudowy i bezproblemową absorpcję funduszy spójności. Spodziewamy się też stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego w kraju (rosnące płace realne), co może zmniejszyć nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski.

Rynek długu – CPI z USA może wesprzeć rynki długu.

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



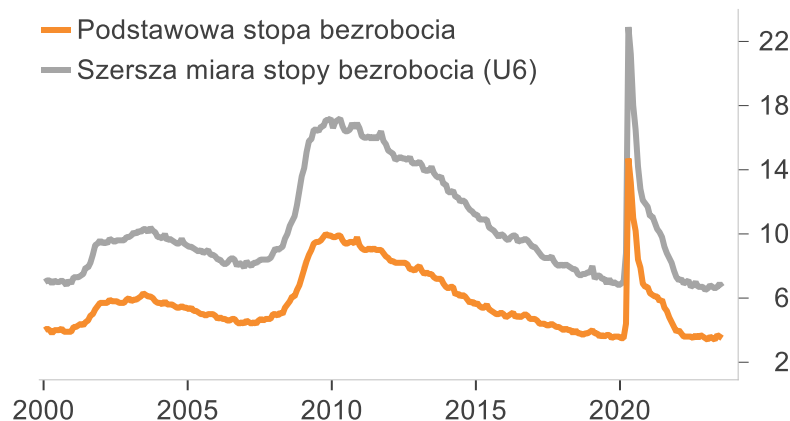
Asset swapy 10L w CEE od 2019



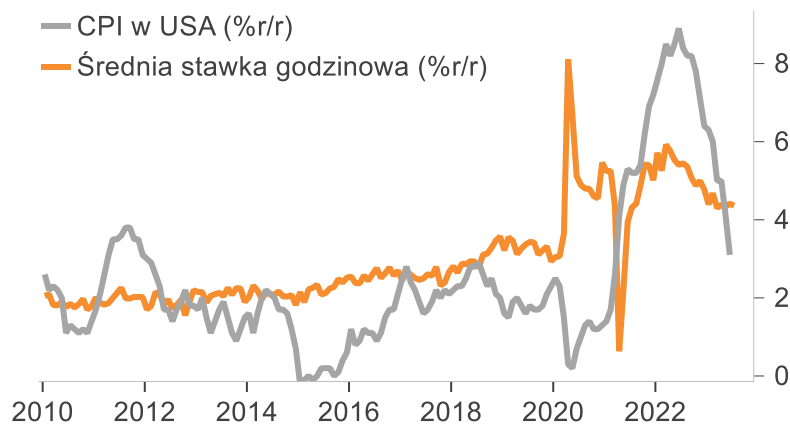
- Na rynkach bazowych w ub. tygodniu obserwowaliśmy dalszy wzrost rentowności obligacji, wystromienie krzywych i lekki wzrost spreadu między krzywą amerykańską i niemiecką. Pomimo słabych ISM i PMI z USA ruch wspierają inne dane oraz spadające obawy recesyjne. Z kolei obniżka amerykańskiego ratingu zwróciła uwagę iż w najbliższych latach deficyty budżetowe USA będą wyższe niż przed pandemią, Fitch nie powiedział tego ale mają na to wpływ, m.in. wydatki wojenne. W segmencie 10lat dochodowość Treasuries wzrosła około 25pb, a na krzywej niemieckiej niecałe 10pb. Krótkie papiery zyskały na obu rynkach po 8-10pb. SPW osłabiły się natomiast w ślad za rynkami bazowymi o 6-7pb.
- Na początku tego tygodnia spodziewamy się uspokojenia na bazowych rynkach długu, szczególnie w USA. Dopiero w drugiej połowie tygodnia poznamy kluczowe dane inflacyjne z amerykańskiej gospodarki. Reakcja rynków na CPI i PPI może być istotna, a widzimy raczej szanse na zaskoczenie niższą inflacją bazową. Sugeruje to spadek rentowności na rynkach bazowych, szczególnie w USA, skoncentrowany na krótkim końcu i środku krzywej. Ze strefy euro kluczowych danych w tym tygodniu brak, co powinno ogólnie sprzyjać mniejszej zmienności na krzywej niemieckiej.
- W tym tygodniu SPW powinny nadal śledzić zachowanie rynków bazowych. W najbliższych dniach mamy jedynie dane o bilansie obrotów bieżących z kraju. Z uwagi na wysoką zmienność mają one na ogół małe przełożenie na krajowe aktywa. W naszej ocenie oznacza to w tym tygodniu stabilizację lub niewielkie spadki rentowności na całej krajowej krzywej, szczególnie gdyby dane inflacyjne z USA zaskoczyły po niższej stronie.

USA: Wysoki wzrost płac mimo spadającej inflacji.

Bezrobocie w USA nadal na bardzo niskim poziomie



Inflacja CPI i wynagrodzenia w USA, %r/r

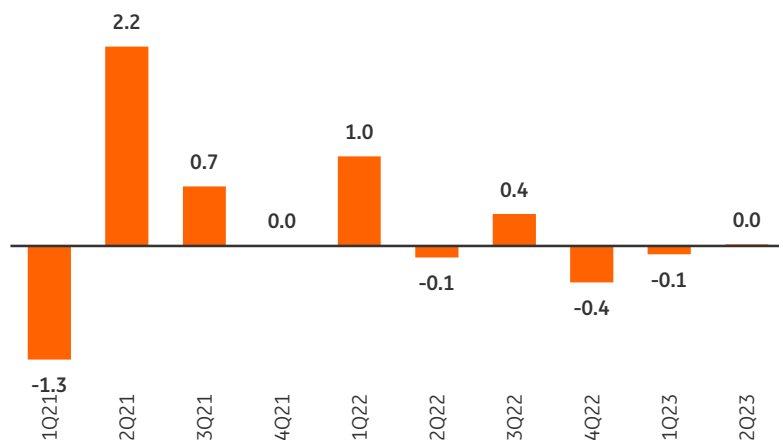


Źródło: Macrobond.

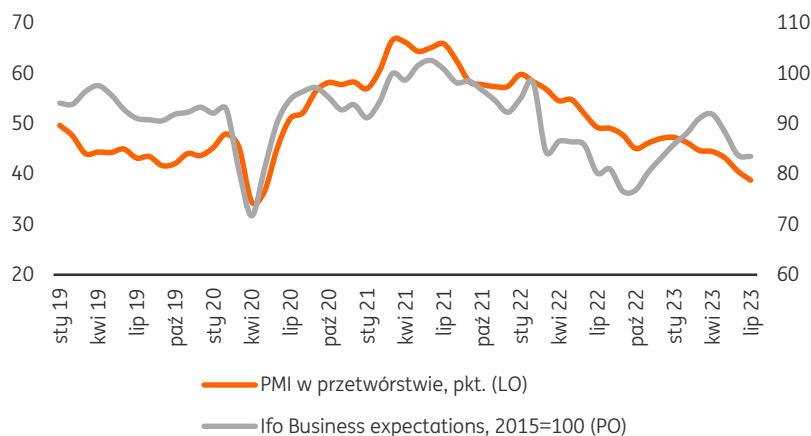
- Liczba nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA **wzrosła w lipcu o 187tys.** wobec 185tys. miesiąc wcześniej (po korekcie z 209tys.). Ankietowani ekonomiści oczekiwali powstania 200tys. etatów. **Spadła jednak stopa bezrobocia do 3,5% z 3,6%** w czerwcu (konsensus zakładał brak zmian), a dynamika wynagrodzeń utrzymała się na 4,4% r/r (ekonomiści oczekiwali jej spadku do 4,2%). Szersza miara stopy bezrobocia (U-6) spadła do 6,7% wobec 6,9% miesiąc wcześniej.
- Spadające bezrobocie i relatywnie wysoki wzrost płac (mimo hamującej inflacji) sugerują, że **problemem wciąż pozostaje raczej niedostateczna podaż pracy**, a nie popyt.
- Liczba niezapełnionych wakatów w zależności od źródła **jest o 20 do ponad 30% wyższa niż przed pandemią**. Ciągłe wysoki wzrost płac sugeruje, że dotarcie do celu inflacyjnego może być bardziej problematyczne. Niemniej badania zaprezentowane w raporcie Beżowej Księgi Fed sugerują, że w wielu okręgach wzrost płac powraca do poziomów sprzed pandemii lub zbliża się do nich. Co więcej, indeks kosztów zatrudnienia, który jest szerszą miarą kosztów pracy, również był niższy.
- Ogólny **obraz amerykańskiej gospodarki** jaki wyłania się z danych publikowanych ostatnio **wskazuje raczej na scenariusz „soft landingu”** a więc łagodnego spowolnienia niż recesji. Co prawda wskaźniki ISM w ub. tygodniu były słabe, ale modele nowcastingowe pokazują wciąż solidny wzrost PKB w 3kw23. Rynek pracy powoli się równoważy, chociaż nie następuje oczekiwane spowolnienie tempa płac. Wrześniowa podwyżka Fed wciąż jest mało realna. W najbliższym czasie dominującym czynnikiem dla decyzji Fed o zakończeniu podwyżek będzie dalszy spadek inflacji.

Słabość niemieckiego przemysłu ryzykiem dla Polski.

PKB Niemiec, %kw/kw sa



Wskaźniki wyprzedzające dla Niemiec, pkt.



Źródło: Eurostat, S&P, Ifo institute.

- Ostatnie trzy kwartały upłynęły pod znakiem słabych danych z niemieckiej gospodarki. Na przełomie 2022-23 największa gospodarka znalazła się w recesji (spadek PKB w 4kw22 i 1kw23 w ujęciu kw/kw po odsezonowaniu), a 2kw23 przyniósł stagnację (0,0% kw/kw). W szczególności **blado wypada niemiecki przemysł** (czerwcu spadek produkcji o 1,5% m/m), a wskaźniki wyprzedzające (PMI, Ifo) nie dają podstaw do optymizmu co do najbliższej przyszłości. W lipcu wskaźnik PMI dla niemieckiego przetwórstwa obniżył się poniżej 40pkt. i znalazł się blisko poziomów, które obserwowaliśmy w połowie 2020 po wybuchu pandemii COVID-19. Tempo spadku nowych zamówień było najgłębsze od trzech lat.
- Słaba kondycja niemieckiego przemysłu, to ryzyko dla polskiej gospodarki, gdyż ok. połowa wyrobów krajowego przemysłu tafia na rynki eksportowe, a Niemcy są naszym głównym partnerem handlowym. W kontekście słabości niemieckiej gospodarki rosną ryzyka w dół dla scenariusza zakładającego odbicie koniunktury w Polsce w 2pół23. W szczególności skala poprawy aktywności gospodarczej może się okazać niższa od zakładanej dotychczas, co zwiększa **ryzyka w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w Polsce w całym 2023 w okolicach 1%**.
- W 1kw23 krajowa gospodarka skurczyła się o 0,3% r/r, a dane o PKB za 2kw23, które poznamy w przyszłym tygodniu, zapewne pokażą ponowny spadek aktywności w ujęciu rocznym. Początek 3kw23 nie zwiastuje dynamicznego odbicia. Nasze szacunki wskazują, że w lipcu nadal mieliśmy do czynienia ze spadkami produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym. Kluczowym czynnikiem dla perspektyw wzrostu gospodarczego w tym roku pozostaje spadek inflacji i oczekiwana odbudowa konsumpcji w 4kw23.

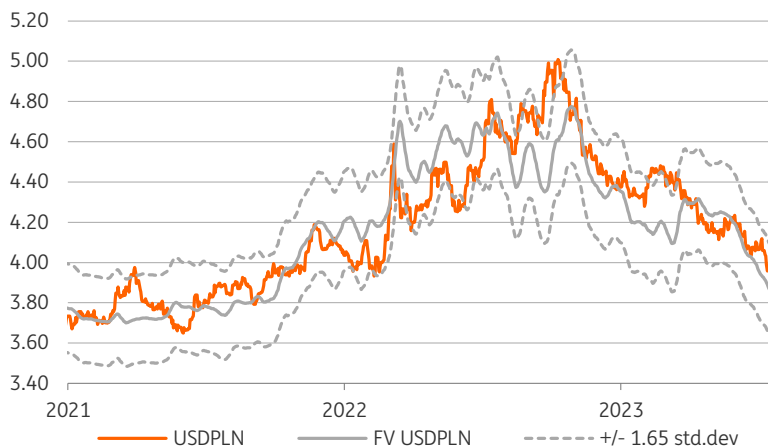
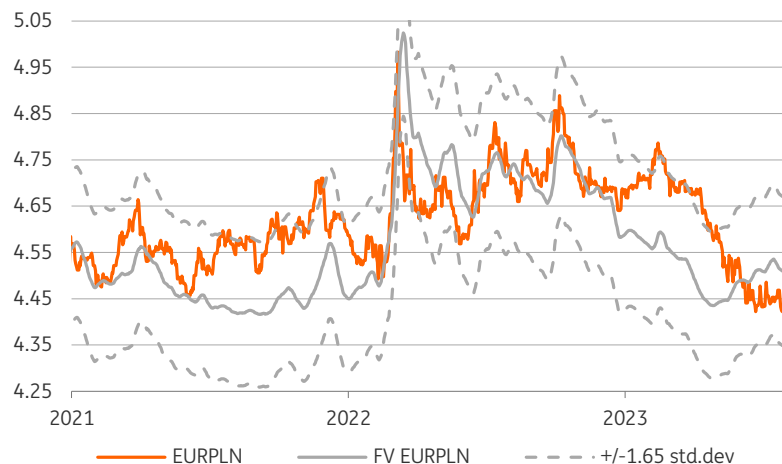
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
US\$/PLN	4.02	3.90	3.91	3.91	3.84	3.85	3.87	3.79	3.79	3.79	3.79	3.80
€/PLN	4.42	4.41	4.45	4.49	4.53	4.54	4.54	4.55	4.54	4.53	4.52	4.52
CHF/PLN	4.59	4.59	4.62	4.64	4.67	4.66	4.66	4.65	4.63	4.61	4.59	4.58
GBP/PLN	5.04	5.01	5.04	5.06	5.09	5.10	5.11	5.13	5.12	5.11	5.11	5.11

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu sugerują, że poziom równowagi €/PLN w ostatnim nadal lekko rósł – m.in. z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp w Polsce (więcej niż sugerowało forward guidance prezesa NBP). Wygląda na to, że rynek przestał wyceniać jakiegokolwiek ryzyka związane np. z wyrokiem TSUE, a skupia się na nadwyżce handlowej Polski czy relatywnie wysokich stopach NBP oraz nadziejach na uruchomienie KPO zaraz po wyborach. Oczekiwania na szybkie obniżki stóp Fed sugerują pole do umocnienia do dolara.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E Michal.Rubaszek@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.