


# Tygodnik ING

Wreszcie słabsze dane z rynku pracy w USA. RPP utrzyma stopy i jastrzębie nastawienie.

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

6 maja 2024

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie  [ING\\_EconomicsPL](https://twitter.com/ING_EconomicsPL)



# W skrócie

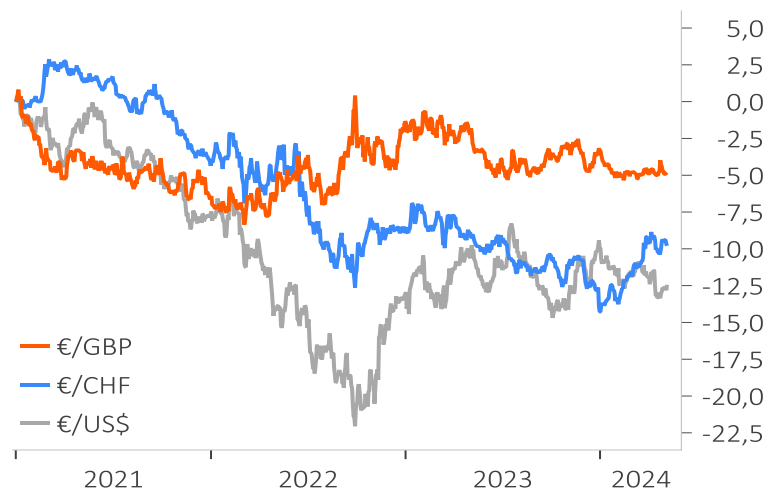
- Rynki wydają się obecnie niepewne co do perspektywy dla tegorocznych posunięć Fed. Po serii zaskakująco mocnych danych z USA, część instytucji zaczęła wręcz spekulować, że kolejnym ruchem FOMC może być podwyżka stóp. Komentarz po zesłotygodniowym posiedzeniu FOMC był jednak ostrożny i wskazujący raczej na perspektywę obniżek w dalszej części roku. Wzmocniło go rozczarowanie payroll w piątek. W efekcie rynek znów wycenia pełną obniżkę stóp Fed we wrześniu i szanse na jeszcze jedną w dalszej części roku.
- My również spodziewamy się poluzowania polityki FOMC w 2024, raczej w nie większej skali niż łącznie 50pb. Już dane za 1kw24 pokazały pewne hamowanie koniunktury, które w dalszej części roku powinno być kontynuowane. Powinno to również skutkować hamowaniem presji cenowej, szczególnie, że obserwujemy również spowolnienie plac w USA (co potwierdziły ostatnie payrolls).
- Ten tydzień jest stosunkowo ubogi w dane z głównych gospodarek, co nie wskazuje na dużą zmienność. Po rozczarowaniu payroll oczekujemy jednak utrzymania się lekkiej presji na osłabienie dolara.
- Spodziewamy się, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi w czwartek stopy procentowe bez zmian, a na piątkowej konferencji prasowej prezes Narodowego Banku Polskiego A. Głapiński będzie nadal prezentował ostrożne i jastrzębie nastawienie. Ścieżka inflacji na 2poł24 jest obciążona wyjątkowo wysoką niepewnością z uwagi na częściowe odmrożenie cen energii. Spodziewamy się, że wspomniana niepewność będzie podkreślana przez prezesa NBP i w połączeniu z wysoką inflacją bazową wskazywana jako jeden z głównych powodów utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie. Oczekujemy, że główna stopa NBP może pozostać na 5,75% do końca 2024.
- Od wtorku wraca normalny handel na złotym i wraz z tym prawdopodobnie kupujący PLN krajowi eksporterzy. W połączeniu z raczej słabszym dolarem powinno to pozwolić na ponowne umocnienie złotego. Para €/PLN powinna w tym tygodniu przetestować 4,30 i ma istotne szanse ten poziom znów złamać. To powinno dać sygnał do powrotu kursu w okolice tegorocznych minimów (około 4,26) w dalszej części miesiąca.

## Kalendarz makroekonomiczny

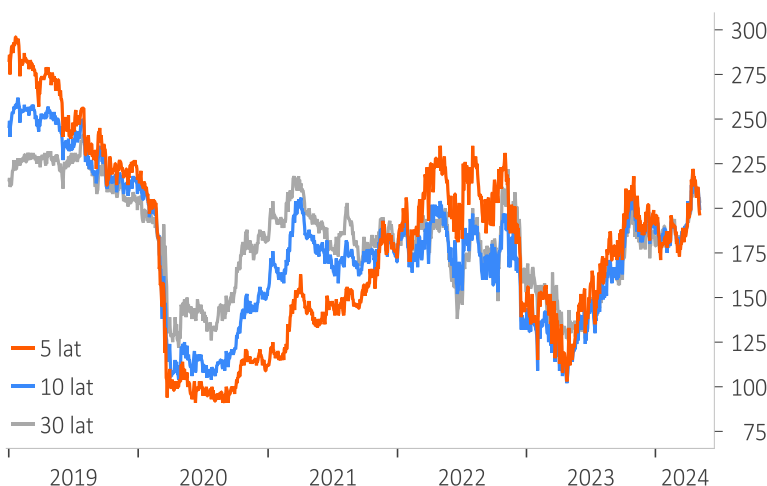
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
8 V	Niemcy	8:00	Produkcja przemysłowa m/m	III	2,0%	-1,0%	2,1%
9 V	UK	13:00	Decyzja Banku Anglii		b.z.	b.z.	b.z.
	Polska		Decyzja RPP		b.z.	b.z.	b.z.
10 V	UK	8:00	PKB r/r	I kw.	0,0%	-	-0,2%
	USA	16:00	Nastroje gosp. domowych	V	77,0pkt.	77,0pkt.	77,2pkt.

# Rynki walutowe – możliwy lekki wzrost €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

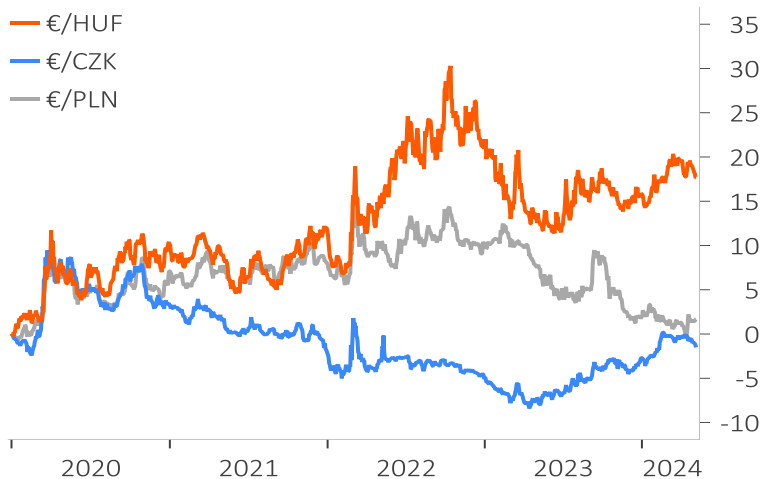


€/US\$:

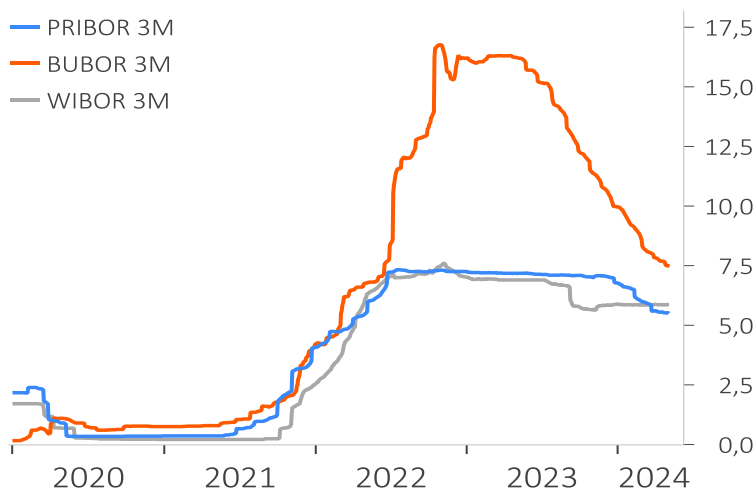
- W ubiegłym tygodniu kurs €/US\$ znów zbliżył się do 1,08. Inwestorów najpierw rozczarował niedostatecznie jastrzębi przekaz po posiedzeniu Fed. Dolar osłabł się w piątek po słabszym od oczekiwań wyniku payrolls (o szczegółach piszemy w wiadomościach zagranicznych).
- Ten tydzień jest stosunkowo ubogi w dane z głównych gospodarek, co nie wskazuje na dużą zmienność. Po rozczarowaniu payrolls oczekujemy jednak utrzymania się lekkiej presji na osłabienie dolara, z uwagi na odbudowę oczekiwań na obniżkę stóp Fed we wrześniu. Wiarygodność tego scenariusza wzmacnia ubiegłotygodniowy przekaz po posiedzeniu FOMC, gdzie mimo serii bardzo dobrych danych makro Fed nie zaprezentował tak jastrzębiego nastawienia jak zakładał rynek. Technicznie krótkoterminowym poziomem docelowym są okolice 1,0850.
- Perspektywy dolara na 2pół24 się poprawiły. Dane z USA i retoryka FOMC wskazują na jedynie kosmetyczne obniżki Fed w tym roku lub nawet ich brak. Fed może być też bardziej wrażliwy np. na wpływ drogiej ropy i w bardziej pesymistycznym wariancie wstrzymać się z obniżkami stóp w tym roku. EBC z kolei w zasadzie zapowiedział już obniżkę stóp w czerwcu.
- Dodatkowym wsparciem dla dolara może być zmiana prezydenta USA. Podczas poprzedniej kadencji D.Trump promował m.in. Obniżki podatków i repatriację zysków amerykańskich do USA, co wzmocniło popyt na US\$.
- Znacząco spadły więc szanse na wzrost €/US\$ do 1,10.

# Rynki walutowe – powrót €/PLN do spadku.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE

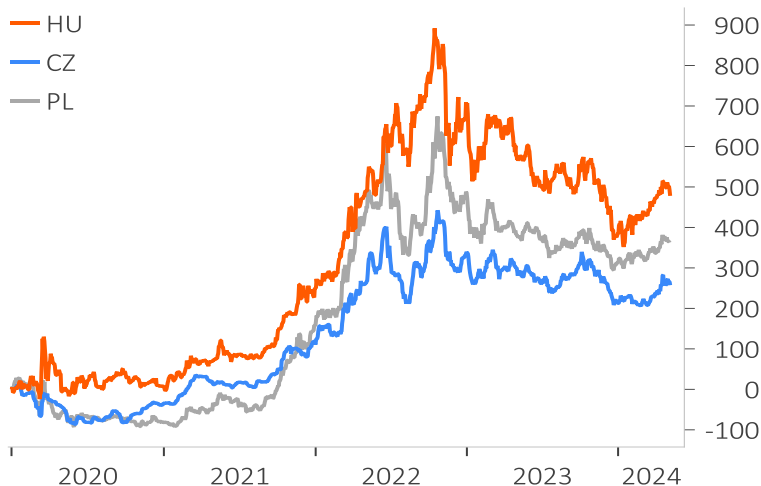


## €/PLN:

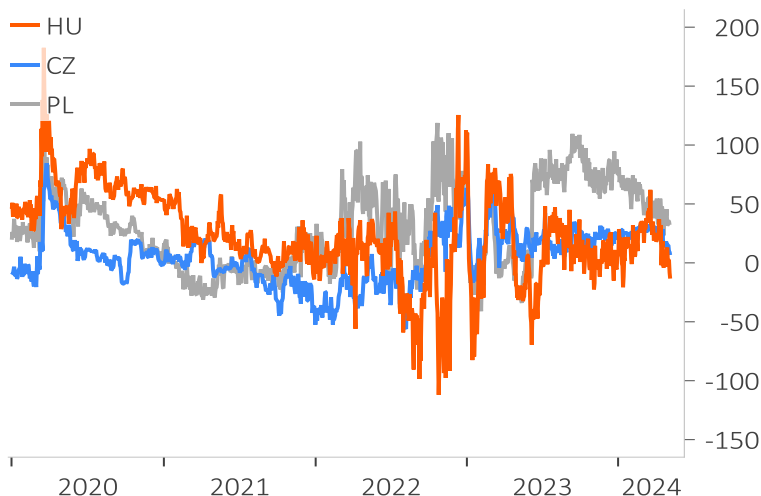
- Osłabienie dolara w ubiegłym tygodniu miało mały wpływ na złotego – para €/PLN utrzymała się ponad 4,31. Z uwagi na długi weekend aktywność krajowych eksporterów (kupujących PLN za €) była prawdopodobnie niewielka.
- Dziś wraca normalny handel na złotym i wraz z tym prawdopodobnie kupujący PLN krajowi eksporterzy. Dodatkowo spodziewamy się utrzymania retoryki RPP wskazującej na brak obniżek w tym roku podczas posiedzenia w tym tygodniu. W połączeniu z raczej słabszym dolarem powinno to pozwolić na ponowne umocnienie złotego. Para €/PLN powinna w tym tygodniu przetestować 4,30 i ma istotne szanse ten poziom znów złamać. To powinno dać sygnał do powrotu kursu w okolice tegorocznych minimów (około 4,26) w dalszej części miesiąca.
- Na przełomie 2 i 3kw24 oczekujemy dalszego umocnienia złotego i spadku kursu €/PLN do około 4,20. Krajową walutę wspiera utrzymująca się nadwyżka w rachunku obrotów bieżących Polski. Najprawdopodobniej popyt na PLN wzmocni też wymiana przynajmniej części środków z UE na złote na rynku. Oczekujemy również utrzymania jastrzębiej / antyobniżkowej retoryki przez RPP.
- W 2poł24 widzimy jednak ryzyko powrotu bliżej 4,30 z uwagi na potencjalnie mniej korzystną dla CEE sytuację geopolityczną po wyborach prezydenckich w USA.

# Rynek długu – Dalsze spadki rentowności.

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



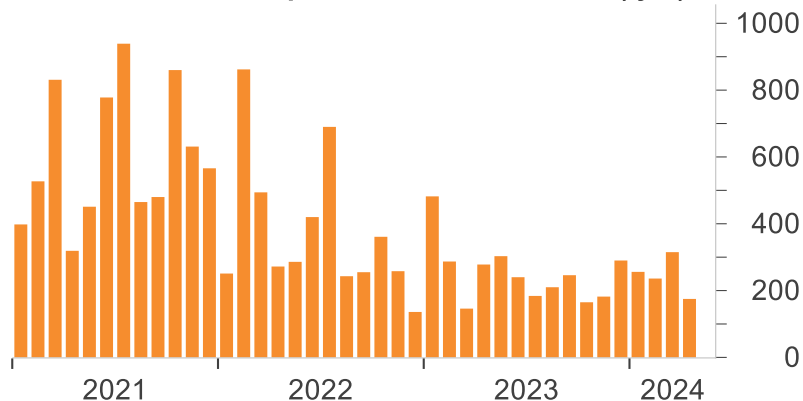
## Asset swapy 10L w CEE od 2019



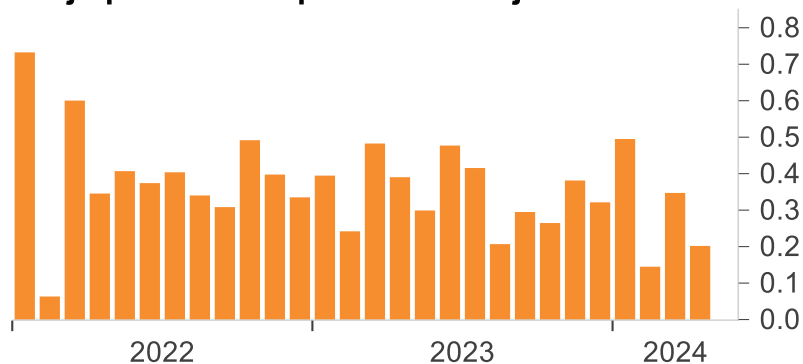
- Rozczarowanie payrolls wyraźnie wzmocniło rynki długu w ubiegłym tygodniu. Rentowności Treasuries spadły 15-20pb, w większości właśnie w piątek po danych. Wyhamowanie na amerykańskim rynku pracy wzmocniło oczekiwania, że Fed rozpocznie obniżki stóp od września. Na krzywej niemieckiej ruch był zdecydowanie mniejszy (5-6pb). Długie SPW zyskały około 7pb, na krótkim końcu praktycznie bez zmian. Krajowy rynek nie funkcjonował w piątek, gdy wydarzyła się większość ruchu na rynkach bazowych.
- Ruch na rynkach długu po rozczarowaniu payrolls prawdopodobnie jeszcze się nie skończył. Nie spodziewamy się dużych spadków rentowności, ale w tym tygodniu nie ma praktycznie danych, które mogłyby znów osłabić nadzieje rynku na obniżkę stóp Fed w 3kw24. Pomaga również spadek cen ropy naftowej w ubiegłym tygodniu. Słabe wyniki krajowego przemysłu z początku roku słabo rokują też na niemieckie dane z przetwórstwa, jakie w najbliższych dniach poznamy. Sugeruje to umocnienie Treasuries o niecałe 10pb w tym tygodniu i mniej więcej o połowę tego w Niemczech.
- SPW dopiero dziś mają szansę zareagować na spadki rentowności na rynkach bazowych w piątek. Spodziewamy się umocnienia krajowych papierów skoncentrowanego na długim końcu (około 10b).
- W dalszej części tygodnia oczekujemy utrzymania antyobniżkowej retoryki przez RPP. Tego jednak już spodziewa się rynek, a wiarygodność przekazu z Rady osłabła po długiej serii rozczarowujących danych z kraju. Dlatego nie spodziewamy się dużej reakcji SPW na RPP w tym tygodniu.

# Wreszcie nieco słabsze dane z rynku pracy USA w kwietniu.

## Zmiana zatrudnienie poza rolnictwem w USA (tys.)



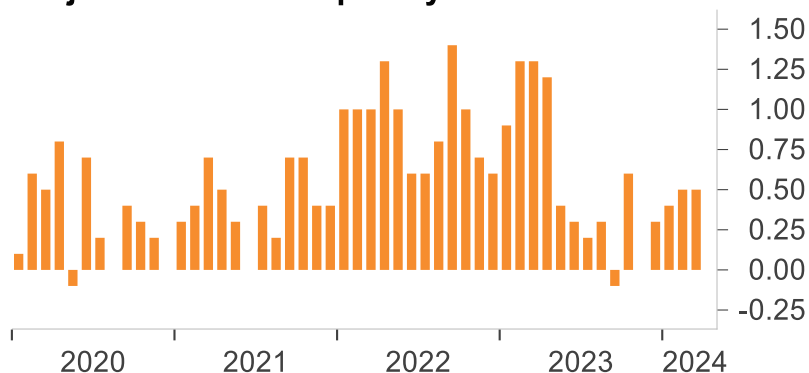
## Wynagrodzenia w USA (%m/m) Presja płacowa stopniowo hamuje



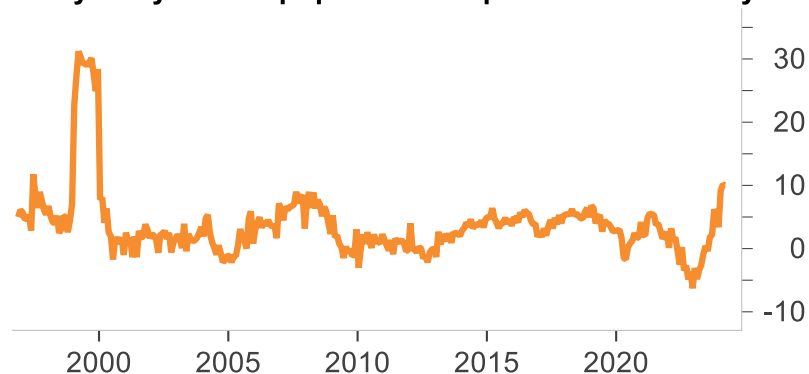
- Wg raportu payrolls w kwietniu powstało 175tys. nowych miejsc pracy w USA w sektorach pozarolniczych, poniżej konsensusu 238tys. oraz poniżej 315tys. w marcu (po korekcie w górę z 303tys.). Na przestrzeni kilku miesięcy dane zrewidowano o 22tys. w dół. W kwietniu zobaczyliśmy kontynuację wzrostu zatrudnienia w usługach edukacyjnych i zdrowotnych (95tys. nowych miejsc pracy), ale wyraźnie zmniejszył się wzrost zatrudnienia w sektorach, które rosły mocno w ostatnich kilkunastu miesiącach - w rozrywce i zakwaterowaniu (5tys.) i usługach publicznych (8tys.).
- Stopa bezrobocia wzrosła do 3,9% w kwietniu z 3,8% miesiąc wcześniej i powyżej konsensusu na tym samym poziomie. Wskaźnik aktywności zawodowej (62,7%) nie zmienił się w stosunku do marca i był zgodny z oczekiwaniami analityków. Wzrost wynagrodzeń godzinowych zmniejszył się do 0,2% m/m i 3,9% r/r z odpowiednio 0,3% i 4,1%, konsensus zakładał 0,3% i 4,0%. Trwające spowolnienie tempa wzrostu wynagrodzeń jest kluczowe z punktu widzenia sprowadzenia inflacji do celu Fed. Dotychczasowa kondycja rynku pracy w USA była nadspodziewanie dobra (co wydaje się być zaskoczeniem również dla Fed).
- Ostatni raport tygodniowy o nowych zasiłkach dla bezrobotnych (jobless claims 208tys., poniżej konsensusu 211tys. oraz po 208tys. tydzień wcześniej) nie sugeruje jednak przełomu w kondycji rynku pracy. Co prawda już dane za 1kw24 pokazały pewne spowolnienie koniunktury w USA, ale jego skala jest ograniczona, szczególnie biorąc pod uwagę mocny rynek pracy. Dokłada się do tego uporczywie wysoka inflacja. Widzimy duże szanse, że Fed w tym roku dokona nie więcej niż 2 obniżek stóp, począwszy od 3kw24.

# RPP pozostawi stopy i (ostrożne) nastawienie bez zmian.

## Inflacja bazowa w Polsce (%m/m) Presja cenowa nadal podwyższona



## Realna dynamika wynagrodzeń w Polsce (%r/r) Dwucyfrowy wzrost poprzednio dopiero w latach 90-tych



- Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi w czwartek stopy procentowe bez zmian, a na piątkowej konferencji prasowej prezes Narodowego Banku Polskiego A. Głapiński będzie nadal prezentował ostrożne i jastrzębie nastawienie. Inflacja CPI wzrosła w kwietniu, a inflacja bazowa będzie się w najbliższych miesiącach stabilizowała na podwyższonym poziomie. W przeciwieństwie do np. gospodarek rozwiniętych, Polska pozostaje w okresie ekspansji fiskalnej, krajowy rynek jest napięty, a dodatkowo presję placową wzmacnia m.in. silny wzrost płacy min.
- Zasadnicza część procesu hamowania inflacji bazowej jest już za nami, a jej rozpędzenie pozostaje wysokie. Z kolei główny wskaźnik inflacji (CPI) będzie w kolejnych miesiącach kontynuował wzrosty, a ścieżka inflacji na 2poł24 jest obciążona wyjątkowo wysoką niepewnością z uwagi na częściowe odmrożenie cen energii. Szacujemy, że w grudniu inflacja może wzrosnąć do 5,5%r/r. Spodziewamy się, że wspomniana niepewność będzie podkreślana przez prezesa NBP i, w połączeniu z wysoką inflacją bazową, wskazywana jako jeden z głównych powodów utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie. Spodziewamy się, że główna stopa NBP może pozostać na 5,75% do końca 2024.
- Kontrastuje to z rynkowymi oczekiwaniami co do ścieżki stóp NBP – w tym roku wyceniana jest co najmniej jedna obniżka. Naszym zdaniem słabość produkcji przemysłowej w ograniczonym stopniu przekłada się na inflację, napędzaną m.in. wysokim tempem wzrostu dochodów rozporządzalnych (w ujęciu realnym powyżej okresu sprzed pandemii). Od początku roku rynek już mocno zweryfikował swoje oczekiwania i kontynuacji tego trendu spodziewamy się w 2 i 3kw24.

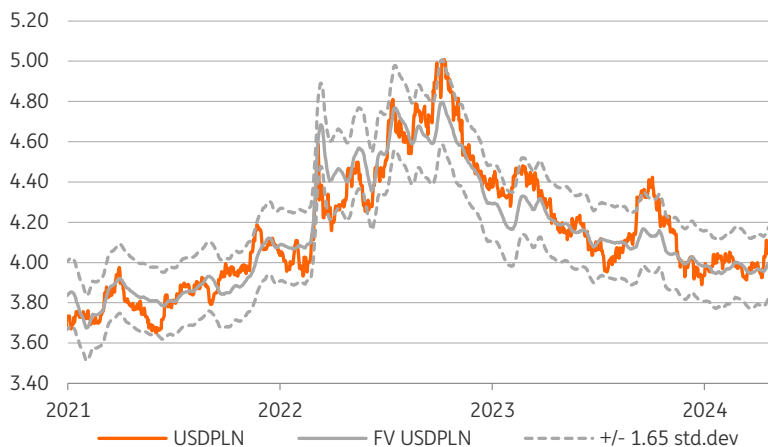
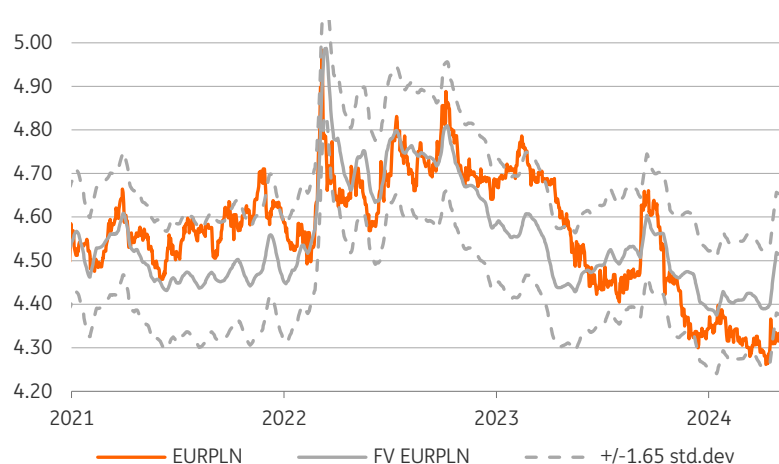
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
US\$/PLN	3.92	3.89	3.87	3.85	3.84	3.85	3.85	3.86	3.87	3.88	3.88	3.88
€/PLN	4.23	4.20	4.21	4.21	4.22	4.23	4.24	4.25	4.26	4.26	4.27	4.27
CHF/PLN	4.49	4.45	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.47	4.46	4.45	4.44	4.42
GBP/PLN	4.93	4.89	4.89	4.90	4.90	4.90	4.91	4.83	4.83	4.83	4.82	4.82

## Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu dla €/PLN pokazują, że złoty pozostaje blisko skrajnego przewartościowania wobec euro. Uważamy jednak, że jest to spowodowane utrzymywaniem się oczekiwań na obniżkę stóp NBP jeszcze w tym roku i dość agresywnych kolejnych w 2025. Rynek prawdopodobnie liczy też na to, że przynajmniej część środków unijnych zostanie wymieniona na rynku, wzmacniając popyt na złotego. Względem US\$ wyceny złotego wskazują poziomy zgodne z kursem równowagi.





## 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](mailto:Rafal.Benecki@ing.pl)

E [Piotr.Poplawski@ing.pl](mailto:Piotr.Poplawski@ing.pl)

E [Leszek.Kasek@ing.pl](mailto:Leszek.Kasek@ing.pl)

E [Adam.Antoniak@ing.pl](mailto:Adam.Antoniak@ing.pl)

E [Michal.Rubaszek@ing.pl](mailto: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 odbiorcy. 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 informacje zawarte w treści publikacji były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. ING nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty bezpośrednie, pośrednie lub wtórne powstałe w wyniku korzystania z tej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje w różnych jurysdykcjach.
- Publikacja oraz zawarte w niej informacje objęte są prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę, w jakimkolwiek celu, bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego S.A. Nie dotyczy to przypadków posługiwania się publikacją z powołaniem na jej źródła. Wszystkie prawa zastrzeżone. Nadzór nad działalnością ING Banku Śląskiego S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa).