Tygodnik ING

Prezes Fed ostrożnie o taperingu, dolar może jeszcze przejściowo stracić. Wzrost PKB i CPI sugeruje podwyżkę NBP w listopadzie.

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

30 sierpnia 2021

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na Twitterze @ING_EconomicsPL

W skrócie

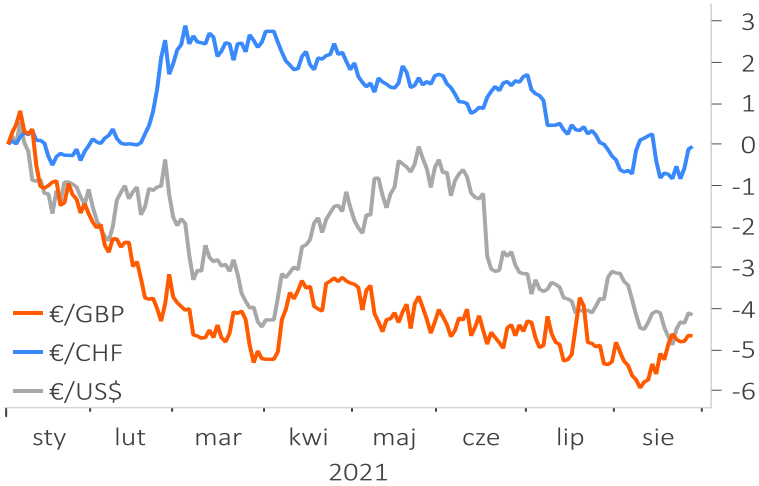
- W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy wzrost pary €/US$ z 1,17 do 1,18. Jeszcze przed konferencją Fed inwestorzy realizowali zyski zakładając, że przekaz z wystąpienia prezesa Fed J.Powell'a nie będzie równie jastrzębi jak sugerowały to ostatnie wypowiedzi innych członków FOMC. Słabszy dolar nie przełożył się jednak na większe umocnienie złotego. Kurs €/PLN cofnął się z 4,59 do 4,5750. Zachowanie rynków długu w ubiegłym tygodniu było wypadkową odbicia na rynkach akcji (wzrost rentowności) i relatywnie łagodnego przekazu szefa Fed (spadek rentowności). W skali tygodnia rentowności amerykańskich i niemieckich 10latek podniosły się o około 5pb. Ruch POLGBs był nieco większy (7pb na długim końcu), co mogło być efektem ciągle niskiej płynności.
- W tym tygodniu uwagę rynków powinny skupić piątkowe dane z rynku pracy w USA. W naszej ocenie wynik będzie kluczowy dla retoryki FOMC na wrześniowym posiedzeniu. Zapowiedź bliskiego taperingu byłaby możliwa w razie powstania kolejnych 900tys etatów. Prognozy zarówno nasze, jak i konsensusu sugerują, że liczba powstałych etatów będzie istotnie niższa i nie wystarczy dla zbudowania większości w FOMC, która poparłaby zapowiedź taperingu już we wrześniu. Decyzja nadal prawdopodobna jest jednak w listopadzie. Oczekujemy też lekkiego rozczarowania wynikami ISM z uwagi na zaburzenia w łańcuchach dostaw i pandemię w USA.
- Dziś poznamy szybki szacunek CPI za sierpień. Naszym zdaniem sierpień znowu przyniesie jej wzrost, m.in. z uwagi na podwyżkę od sierpnia cen gazu, wysoką inflację ceny żywności, paliw oraz uporczywie wysoką bazową. GUS opublikuje też składowe PKB. Nie zakładamy istotnych korekt tempa PKB, ale dane o strukturze naszym zdaniem pokażą silny popyt krajowy (konsumpcyjny i inwestycyjny). Mocny wzrost PKB i wysoka inflacja to powody dla których spodziewamy się, że RPP podniesie stopy już w listopadzie.

Kalendarz makroekonomiczny

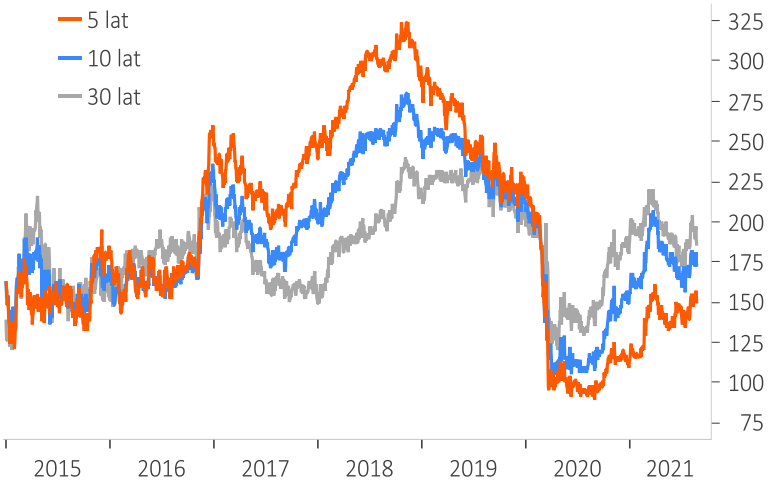
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
31 VIII	Polska	10:00	CPI r/r	VIII	5,2%	5,1%	5,0%
			PKB r/r – drugi szacunek	II kw.	10,9%	-	10,9%
		11:00	HICP r/r	VIII	-	2,5%	2,2%
1 IX	Polska	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	IX	57,2pkt.	-	57,6pkt.
	USA	14:15	Zatr. w sekt. prywatnym (ADP)	VIII	500tys.	575tys.	330tys.
		16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	IX	57,5pkt.	58,9pkt.	59,5pkt.
3 IX	USA	14:30	Zatr. poza rolnictwem (payrolls)	VIII	675tys.	750tys.	943tys.
			Stopa bezrobocia	VIII	5,1%	5,2%	5,4%
		16:00	ISM – usługi	IX	62,0pkt.	63,0pkt.	64,1pkt.

Rynki walutowe – osłabienie US$ na koniec sierpnia.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku roku)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

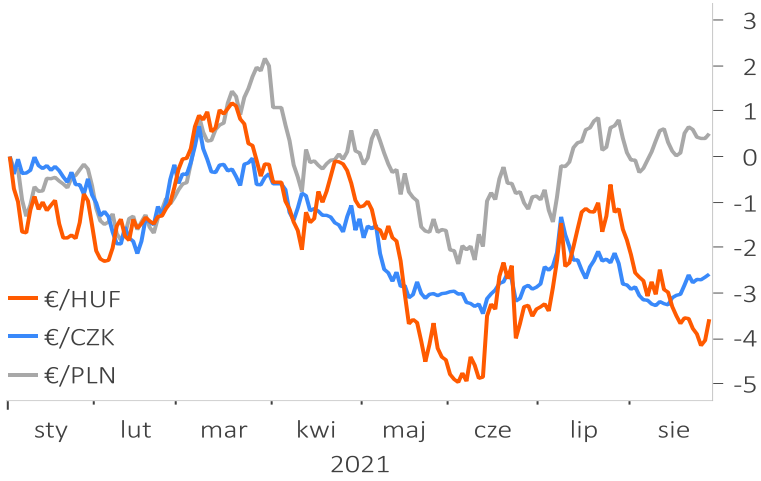


€/US$:

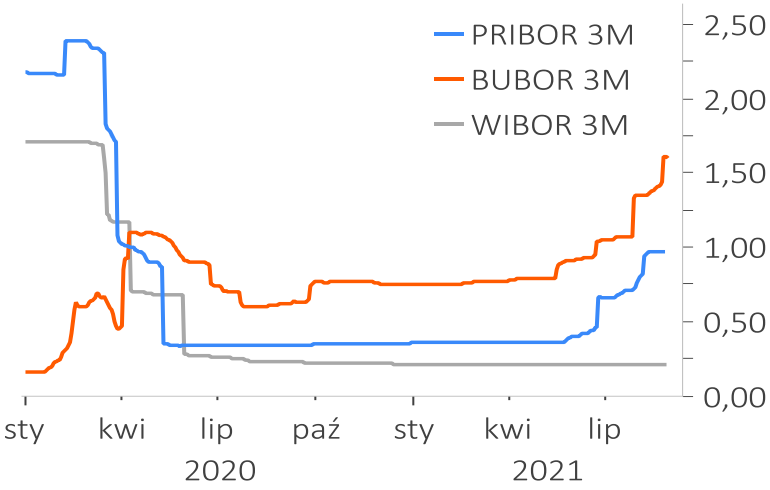
- Kurs €/US$ dotarł do szczytów z połowy sierpnia. W naszej ocenie szanse dalszego (przejściowego) wzrostu pary są dość duże. Powody to odsuwający się moment zacieśnienia polityki Fed, czy ryzyko dla koniunktury w USA związane z relatywnie dużą liczbą hospitalizacji w USA i przedłużającymi się rozmowami nad podniesieniem limitu zadłużenia. Technicznie sugeruje to powrót pary do około 1,19.
- Nadal jednak spodziewamy się, że we wrześniu para €/US$ wróci do spadku, docierając do 1,16 lub nawet poniżej. Wysoka inflacja w USA i ogólnie dobre perspektywy wzrostu wskazują, że decyzja o ograniczeniu QE zapadnie jeszcze w tym roku. Z ECB płyną natomiast sygnały, że program PEPP nie zostanie szybko ograniczony, a po jego wygaśnięciu w marcu 2022 inny program skupu (APP) zostanie podniesiony. Nakłada się na to istotne ryzyko dla koniunktury na rynkach wschodzących, szczególnie w Azji, związane z pandemią.
- W 4kw21 oczekujemy powrotu €/US$ do około 1,20. Powody wyższego €/US$ przed końcem roku to poprawa koniunktury w Europie (Fundusz Odbudowy i łagodniejszy przebieg Delty), podczas gdy w USA możliwe jest zacieśnienie fiskalne już w 2poł21. Nasze przekonanie do mocnego €/US$ przed końcem roku spada-słabiej zadziała czynnik na jaki liczyliśmy a więc odpływ kapitału z USA na rynki wschodzące, które ostatnio nie zadowalają zwrotami z aktywów.
- W 2022 widzimy powrót mocnego dolara, bo Fed będzie ograniczał QE a potem rozpoczenie podwyżki, podczas gdy ECB długo będzie czekał z normalizacją polityki pieniężnej.

Rynki walutowe – €/PLN może wrócić ponad 4,60 w IX.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku roku



Stopy procentowe – porównanie CEE

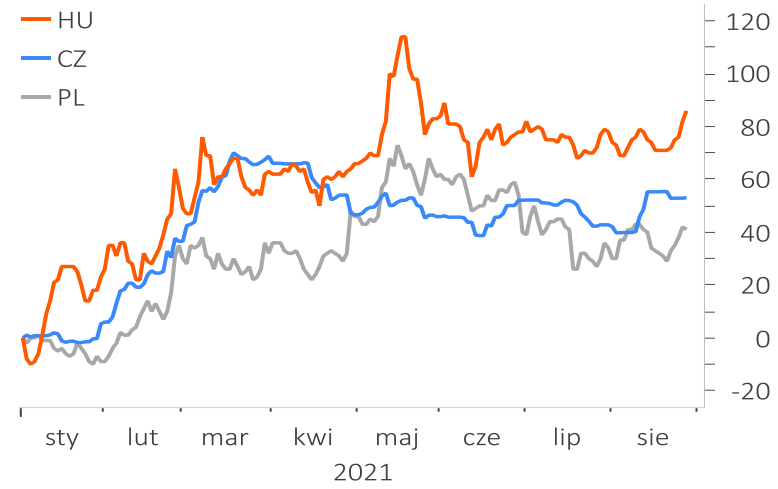


€/PLN:

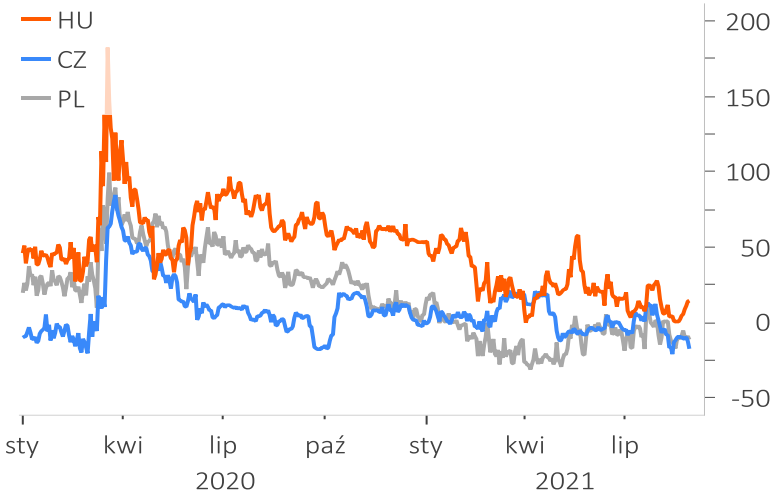
- W tym tygodniu oczekujemy niewielkiego spadku pary €/PLN, do 4,5550-56. Wsparciem dla złotego i innych walut CEE powinien być m.in. osłabiający się dolar.
- Zachowanie krajowej waluty w ostatnim czasie (np. jak dotychczas mała reakcja na wzrost €/US$) sugeruje jednak dalsze osłabienie PLN na przełomie miesiąca i we wrześniu, gdy tylko wzrost pary €/US$ się zakończy. W tle wciąż widzimy obawy o koniunkturę wobec obecnej fali pandemii, czy bardzo łagodne nastawienie NBP na tle gospodarek rozwijających się. W przyszłym miesiącu spodziewamy się powrotu €/PLN nawet ponad 4,60.
- Według naszych szacunków złoty już obecnie jest jednak bardzo bliski istotnego niedowartościowania wobec euro (por wykresy na przedostatniej stronie). Dlatego oczekujemy, że wzrost pary €/PLN wyhamuje w okolicach 4,63-65. Para €/PLN prawdopodobnie utrzyma się ponad 4,50 do końca kwartału.
- W 4kw21 spodziewamy się stopniowego umocnienia walut CEE. Oczekujemy spadku niepewności związanej z przebiegiem 4 fali pandemii. Nadal też uważamy, że w listopadzie swoją politykę zacieśni RPP. Maleją jednak szanse, że kurs €/PLN zdoła wrócić poniżej 4,40 do końca roku. Retoryka NBP nie wskazuje, aby cykl podwyżek stóp miał być szybszy niż obecnie wycenia to rynek (około 15pb w 4kw21 i kolejne 75pb w 2022). Co więcej, obserwujemy również pogorszenie w krajowym bilansie płatniczym. Na razie trudno nam jednak ocenić jaka będzie skala kurczenia się nadwyżki handlowej. Dokłada się do tego ryzyko mniejszego wzrostu pary €/US$ w 4kw21 niż dotychczas zakładaliśmy.

Rynek długu – większy wzrost rentowności dopiero w 4kw21.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2020

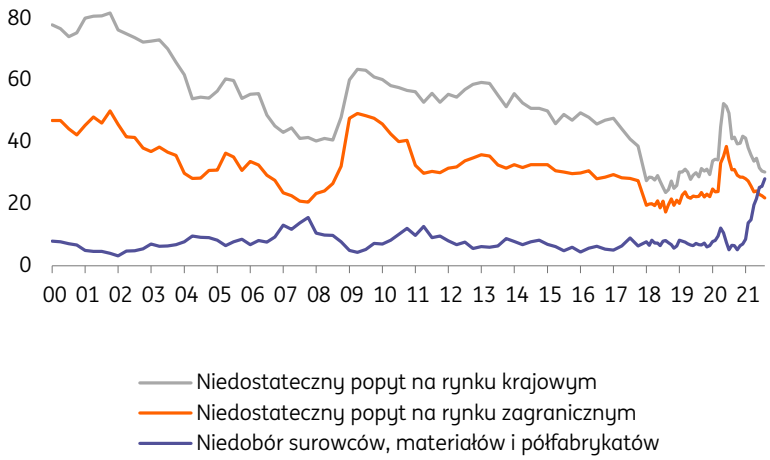


POLGBs:

- W tym tygodniu oczekujemy spłaszczenia krzywej POLGBs. Na długim końcu oczekujemy korekty po zeszłotygodniowym osłabieniu POLGBs – około 5-7pb. Wycenom pomóc powinna sytuacja na rynkach bazowych. Odsuwa się moment normalizacji polityki Fed. Komentarze analityków politycznych sugerują też, że rozmowy o podniesieniu limitu zadłużenia w USA mogą nie zakończyć się we wrześniu, co uniemożliwia większe emisje Treasuries. Perspektywa zacieśnienia polityki Fed jest już też prawdopodobnie częściowo w cenach.
- Na krótkim końcu spodziewamy się stabilizacji lub lekkiego wzrostu rentowności (2-4pb). Widzimy ryzyko zaskoczenia inflacją z Polski na plus, co dodatkowo powinno wzmocnić oczekiwania na podwyżkę stóp NBP jeszcze w tym roku. Taki scenariusz jest już jednak w dużej mierze w cenach, więc i reakcja rynku powinna być umiarkowana.
- Ponownego wzrostu rentowności SPW oczekujemy dopiero po wakacjach. Po podniesieniu limitu zadłużenia w USA nastąpi wzrost emisji Treasuries. Nałoży się na to prawdopodobnie zapowiedź taperingu ze strony Fed. Będzie to w naszej ocenie prowadzić do wzrostu rentowności na rynkach bazowych i w ślad za tym POLGBs z długiego końca i środka krzywej.
- Na krótkim końcu spodziewamy się również wyższych dochodowości, ale wywołanych przez zmianę polityki NBP. Po rozpoczęciu cyklu podwyżek rynek powinien zacząć wyceniać nieco wyższą ścieżkę stóp niż obecnie (75-100pb podwyżek w 2022), biorąc pod uwagę trwałą naturę podwyższonej inflacji w kraju.

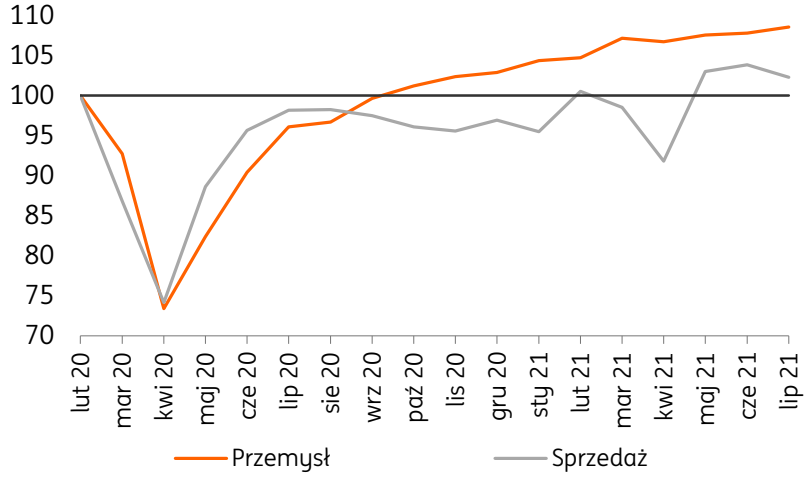
Bariery podażowe hamują przemysł, popyt wspiera usługi.

Przetwórstwo przemysłowe: bariery działalności



Źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (lutu 2020=100).



Źródło: GUS

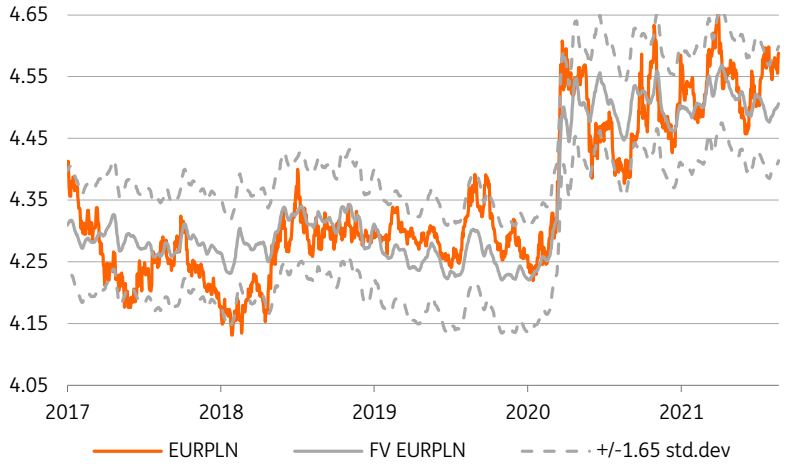
- W lipcu wzrost produkcji przemysłowej zwolnił z 18,4% do 9,8%r/r. Produkcja komputerów wzrosła o 25,9%, urządzeń elektrycznych o 26,4%. Spadła produkcja samochodów (o 4,7%r/r), braki komponentów zatrzymały produkcję w części fabryk. Niższa o 2,4%r/r była też produkcja mebli.
- Pomimo niższego tempa r/r, w ujęciu m/m produkcja przyspieszyła z 0,2% do 0,7%m/m. Gdyby nie problemy w łańcuchach dostaw, co wg firm hamuje wzrost i generuje zaległości, wynik byłby lepszy. Wzrost zachorowań na Covid-19 w Azji południowo-wschodniej sugeruje, że zaburzenia podażowe mogą utrzymać się jeszcze przez kilka kwartałów.
- Obecnie to bariery po stronie podaży, a nie popyt, wydają się największym problemem dla dalszej ekspansji przemysłu. Firmy przenoszą koszty na ceny wyrobów gotowych. W lipcu inflacja cen producenta (PPI) przyspieszyła z 7,2% do 8,2%r/r.
- Wzrost sprzedaży detalicznej zwolnił z 8,6% do 3,9%r/r. To m.in. efekt spadku sprzedaży samochodów (-2,9%) i mebli (-1,9%). Po odsezonowaniu sprzedaż spadła o 1,5%m/m. Konsumenci naszym zdaniem przesunęli część popytu na usługi. W efekcie pomimo słabych danych o sprzedaży detalicznej (obejmującej głównie dobra), konsumpcja (która obejmuje również usługi) będzie wciąż mocna.
- Dane wysokiej częstotliwości wskazują, że w 2021 odbicie sprzedaży usług jest bardziej dynamiczne niż towarów, w 2020 było odwrotnie. Po otwarciu gospodarki część popytu konsumpcyjnego przesunęła się w kierunku doznań, zwłaszcza związanym z turystyką i rekreacją. To pozwoli odbić się usługom rynkowym. Wzrost PKB pozostanie naszym zdaniem solidny (blisko 5,5% średnio w 2021), choć zmieni się jego struktura.

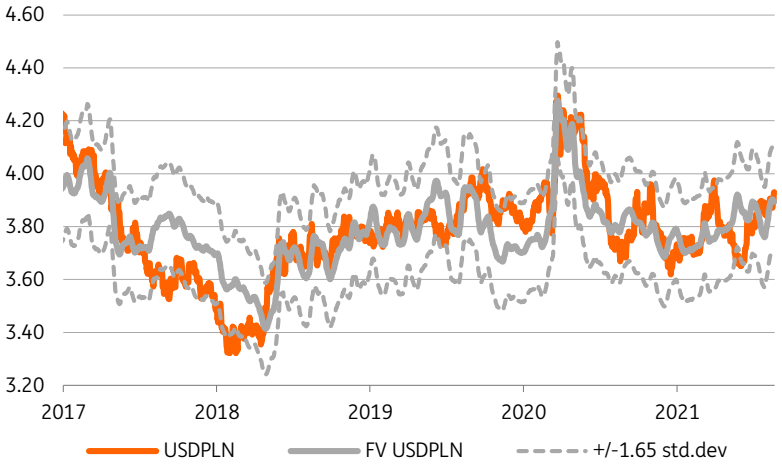
Prognozy walutowe

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	3.78	3.73	3.67	3.62	3.61	3.61	3.60	3.63	3.66	3.69	3.70	3.72
€/PLN	4.54	4.51	4.48	4.45	4.44	4.44	4.43	4.43	4.43	4.43	4.42	4.41
CHF/PLN	4.05	3.99	3.93	3.87	3.86	3.86	3.85	3.85	3.85	3.85	3.84	3.83
GBP/PLN	5.34	5.31	5.27	5.24	5.25	5.26	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 bardzo bliski silnemu niedowartościowaniu wobec euro. Sugeruje to niewielkie pole do wzrostu €/PLN ponad 4,60. Wycena wobec dolara jest bliska modelowej.
- Dochodowości obligacji skarbowych są zdecydowanie niższe od wskazań modelu. Rozbieżność względem wskazań modelu zwiększyła się po wzroście oczekiwań na podwyżki stóp NBP, czemu towarzyszył mniejszy wzrost rentowności SPW.





Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista
T 22 820 4696
E Rafal.Benecki@ing.pl

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista
T 22 820 4078
E Piotr.Poplawski@ing.pl

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista
T 22 820 5075
E Leszek.Kasek@ing.pl

Karol Pogorzelski
Starszy Ekonomista
T 22 820 4891
E Karol.Pogorzelski@ing.pl

Dawid Pachucki
Starszy Ekonomista
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 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.