

# Tygodnik ING

Pogorszenie koniunktury w Europie i wciąż solidna kondycja przemysłu w Polsce.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

20 czerwca 2022



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



# W skrócie.

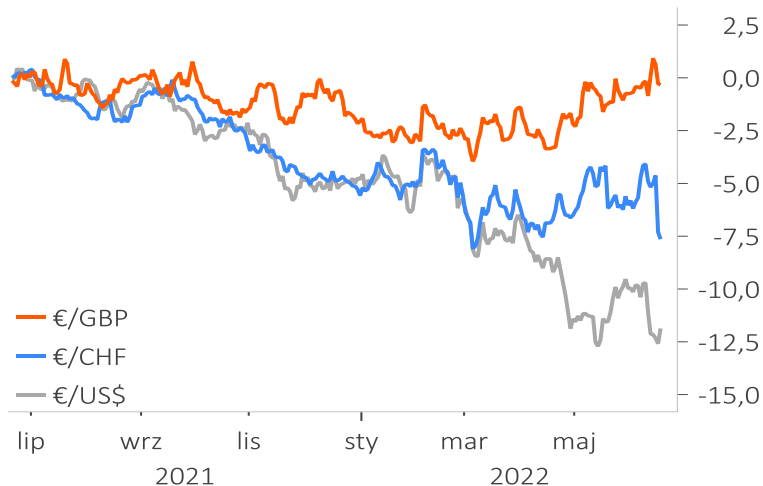
- W tym tygodniu poznamy kluczowe dane z krajowej sfery realnej. Realizacja zaległości produkcyjnych powoduje, że negatywny wpływ rosyjskiej agresji militarnej na Ukrainę i załamanie handlu ze wschodem z opóźnieniem znajdują odzwierciedlenie w wynikach krajowego przemysłu. Spadek majowego indeksu PMI poniżej 50pkt, w tym gorsze wyniki w zakresie nowych zamówień i poziomu produkcji, sugerują, że nastąpi to już w najbliższych miesiącach. Jednocześnie cały czas utrzymuje się presja na wzrost cen producentów. Ponownie nasilił się wzrost cen produkcji koksu i produktów rafinacji naftowej. Utrzymuje się presja ze strony rosnących kosztów produkcji artykułów spożywczych.
- Popyt na pracę pozostaje mocny. Siła przetargowa pracowników w negocjacjach płacowych jest przez to wysoka, a silny popyt i łatwość przeczucania rosnących kosztów na ceny powodują, że firmy ulegają żądaniom płacowym. Niewielkiego wyhamowania spodziewamy się natomiast w przypadku rocznego tempa wzrostu zatrudnienia. Maj ubiegłego roku stał pod znakiem znaczącego wzrostu zatrudnienia w ujęciu miesięcznym po zniesieniu ograniczeń epidemicznych, co podbija bazę dla rocznego odczytu w maju tego roku.
- Duże wahania rocznego tempa wzrostu sprzedaży towarów w ostatnich dwóch miesiącach to konsekwencja restrykcji epidemicznych, które obowiązywały w kwietniu ubiegłego roku. Niska baza podbiła tegoroczny odczyt w kwietniu, a wzrost aktywności zakupowej w maju ubiegłego roku generuje wysoką bazę odniesienia dla środowego odczytu.

## Kalendarz makroekonomiczny/m

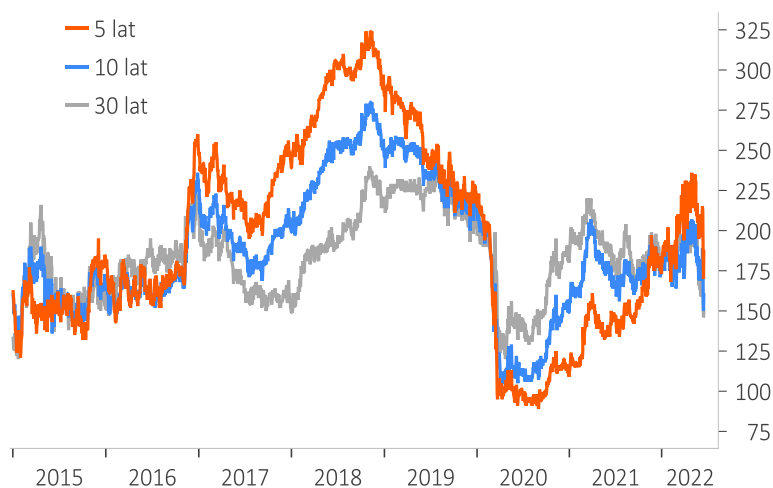
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
21 VI	Polska	10:00	Płace w sekt. przedsiębiorstw r/r	V	15,2%	14,7%	14,1%
			Zatr. w sekt. przedsiębiorstw r/r	V	2,6%	2,6%	2,8%
			Produkcja przemysłowa r/r	V	16,8%	15,2%	13,0%
			PPI r/r	V	25,0%	24,7%	23,3%
22 VI	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	V	8,2%	8,8%	19,0%
23 VI	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VI	-	54,0pkt.	54,8pkt.
			PMI - usługi	VI	-	54,5pkt.	55,0pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	VI	-	53,9pkt.	54,6pkt.
			PMI - usługi	VI	-	55,5pkt.	56,1pkt.
24 VI	Niemcy	10:00	Wskaźnik IFO	VI	92,0pkt.	92,9pkt.	93,0pkt.

# Rynki walutowe – Wzrost €/US\$ do PMI z Eurostrefy.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami



€/US\$:

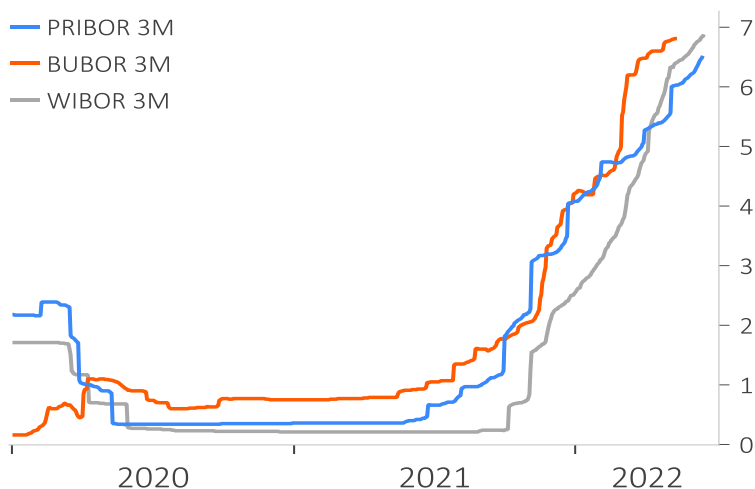
- Sytuację na rynkach w ubiegłym tygodniu zdominowały obawy o nadmierny wzrost stóp procentowych globalnie. Choć decyzja Fed (75pb, a nie 100pb podwyżki jak obawiali się niektórzy) uspokoiła inwestorów, to kolejne posunięcia głównych banków centralnych znów pogorszyły sentyment. Efektem była m.in. ciągle trudna sytuacja na giełdach. Spadek €/US\$ jednak wyhamował, a kurs nie był w stanie wyłamać się poniżej 1,04 i dziś rano oscyluje wokół 1,05.
- Do publikowanych w czwartek PMI z Eurostrefy spodziewamy się raczej presji na wzrost €/US\$, do około 1,0650. Fed nie był tak agresywny jak obawiała się tego część inwestorów. Spadła też presja na obligacje peryferyjne strefy euro. W drugiej połowie tygodnia przekonamy się na ile obecne napięcia gospodarcze odbiły się na Europie. Ew. słabszy od oczekiwań wynik PMI może nieco osłabić oczekiwania na zacieśnienie polityki EBC. Biorąc pod uwagę wyniki PMI w CEE, często wyprzedzające sytuację na Zachodzie, ryzyko takie jest istotne. Sugeruje to, że w drugiej połowie tygodnia €/US\$ znów wróci do 1,05 lub poniżej.
- Komentarze z Fed sugerują kolejną podwyżkę o 75pb również na kolejnym posiedzeniu. Rosną też jednak oczekiwania na zacieśnienie polityki w Europie, szczególnie po zapowiedzi uruchomienia instrumentów ograniczających wpływ podwyżek stóp na spready kredytowe państw peryferyjnych strefy euro. Nasze szacunki wskazują, że taki scenariusz jest nadal spójny z €/US\$ w okolicach 1,07. Problemem będą jednak ew. kolejne fale napięć na rynkach i powrót kapitałów do USA. Dlatego w 3kw22 spodziewamy się €/US\$ bliżej 1,07, ale okresowo para może odchyłać się w dół.

# Rynki walutowe – Stopniowe umocnienie złotego.

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



## Stopy procentowe – porównanie CEE



## €/PLN:

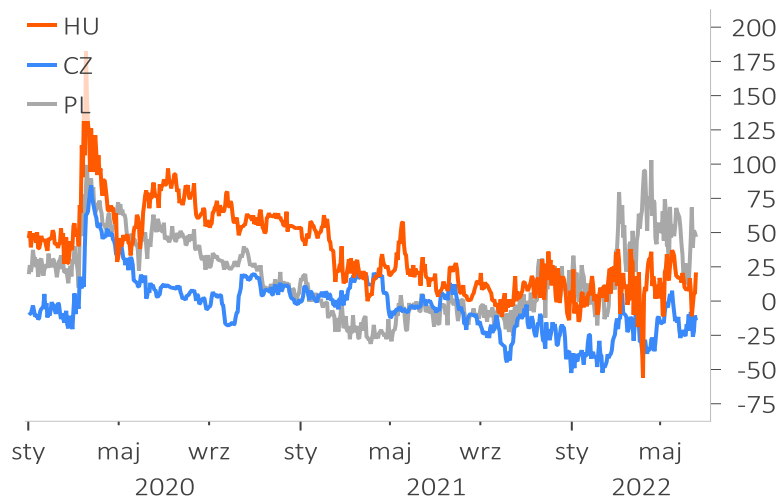
- Zmienność złotego w ubiegłym tygodniu była wysoka. Gorsze nastroje na rynkach bazowych przypadły na święto w kraju i niższą płynność. W efekcie €/PLN dotarł do ponad 4,70. W piątek para zaczęła jednak szybko się cofać wraz z powrotem krajowych inwestorów na rynek i dziś rano jest przy 4,68.
- W tym tygodniu poznamy najważniejsze dane z krajowej sfery realnej za maj. Naszym zdaniem będą one wspierać scenariusz dalszych podwyżek stóp NBP. Sugeruje to kontynuację umocnienia złotego, o ile nastroje na rynkach znów się nie pogorszą. Z uwagi na PMI z Europy ryzyko takiego scenariusza jest jednak istotne. Dlatego w najbliższych dniach €/PLN może nie dotrzeć dużo dalej niż 4,65. Nadal jednak oczekiwania na podwyżki stóp NBP sugerują powrót do 4,60 za około 2 tygodnie.
- Choć rosną oczekiwania na podwyżki stóp Fed, czy EBC, to wysoka inflacja w kraju przekłada się również na wyższą ścieżkę RPP. Dysparytet stóp wobec euro będzie tylko rósł, nawet gdy EBC rozpocznie podwyżki stóp. Dodatkowym wsparciem będzie ew. wypłata pierwszych środków z KPO, które po zmianie strategii MF będą wymieniane na rynku tworząc dodatkowy popyt na PLN. Tu jednak ryzyko dla złotego istotnie wzrosło. Dlatego zakładane przez dotychczas nas poziomy na koniec roku (4,50 lub poniżej) mogą się nie zrealizować.
- Głównym ryzykiem dla złotego pozostają napięcia polityczne, w tym szczególnie związane z wojną na Ukrainie. Dodatkowo rośnie ryzyko opóźnienia napływu środków z KPO do kraju.

# Rynek długu – SPW mogą pozostać pod presją.

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



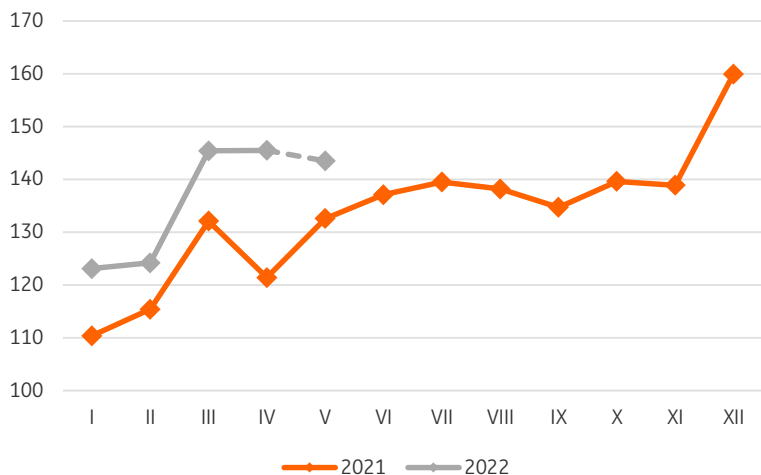
## Asset swapy 10L w CEE od 2020



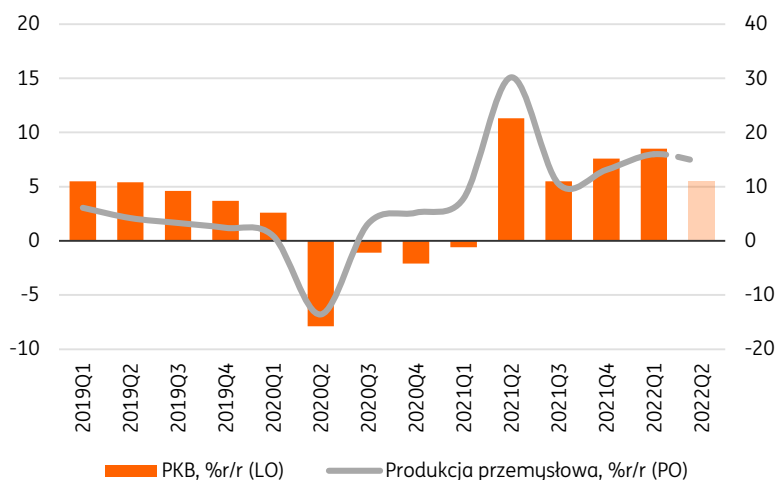
- Ubiegły tydzień bazowe rynki długu zaczęły od osłabienia. W kolejnych dniach papiery zaczęły jednak zyskiwać, m.in. dzięki sytuacji na giełdach. Amerykańska 10latka zakończyła tydzień praktycznie na poziomach z poniedziałku, Bund około 5pb wyżej. SPW kontynuowały jednak osłabienie. Nie pomagała niska płynność, słaby złoty, czy cały czas rosnące oczekiwania na podwyżki stóp w kraju. Rentowność 10latki to już ponad 7,8%.
- Nadal widzimy ryzyko krótkoterminowego osłabienia SPW, w zasadzie na całej krzywej. Naszym zdaniem wycenom nie pomogą ani dane z kraju, jakie poznamy w tym tygodniu, ani ryzyko dalszych stop loss na krajowym rynku. Inwestorzy nastawiają się na wyższe docelowe stopy NBP. Rosną także obawy co do napływu środków z KPO. Ich brak oznacza wyższe podażę SPW i szersze asset swapy, szczególnie na długim końcu.
- W tym tygodniu wsparciem mogą być natomiast rynki bazowe, zwłaszcza europejskie. Obawiamy się rozczarowania PMI z Eurostrefy i wzrostu obaw przed recesją.
- W szerszej perspektywie, przy naszym (stosunkowo wysokim na tle innych banków) scenariuszu stóp NBP, SPW osiągnęły już poziomy z nim spójne. Dlatego fundamentalnie o istotnie dużo większe wzrosty dochodowości będzie trudno, o ile oczekiwania na wzrost stóp nie wzrosną. O to może być jednak trudno – ostatnie komentarze z NBP sugerują, że Rada może nie być skłonna doprowadzić stopy do poziomów dwucyfrowych. Dlatego gdy panika na rynkach się uspokoi spodziewamy się ponownego napływu inwestorów zagranicznych do kraju.

# W poszukiwaniu symptomów spowolnienia koniunktury.

## Sprzedż detaliczna towarów, ceny stałe, 2015=100



## PKB i produkcja sprzedana przemysłu, %r/r



- Rozpoczynający się tydzień będzie bogaty w publikacje majowych krajowych danych makro, które rzucą nieco światła na koniunkturę gospodarczą w Polsce w 2kw22. Interpretując roczne odczyty należy mieć na uwadze zaburzenia związane z bazą statystyczną (restrykcje epidemiczne w kwietniu i ich zniesienie w maju 2021).
- We wtorek poznamy dane z przemysłu, które w naszej ocenie będą nadal korzystne. Prognozujemy wzrost produkcji w maju na 16,8%/r (konsensus: 15,2%/r). Wysoki poziom zaległości produkcyjnych podtrzymuje wysoką aktywność przemysłu, jednak majowy odczyt PMI, w tym pogorszenie w zakresie nowych zamówień, zwiastuje wyhamowanie wzrostu produkcji w kolejnych miesiącach.
- W środę poznamy informacje o sprzedaży detalicznej, która wg naszych prognoz wzrosła o 8,2%/r (konsensus: 8,8%/r), co jest wyraźnie niższym wynikiem niż w kwietniu (19,0%/r), jednak w kontekście wysokiej bazy odniesienia z kwietnia 2021 będzie to nadal solidny wynik.
- Spowolnienie aktywności jest najwyraźniej widoczne w budownictwie (dane poznamy w środę), gdzie oczekujemy wzrostu produkcji o 7,6%/r (konsensus: 8,7%/r), po wzroście o 9,3%/r w kwietniu.
- Na chwilę obecną obraz 2kw22 to niewielkie wyhamowanie w przemyśle, wyraźne pogorszenie w budownictwie i boom w handlu detalicznym
- Pomimo spadku PKB w ujęciu kw/kw (S.A.), wzrost gospodarczy w 2kw22 może być zbliżony do 6%/r. Wyraźny spadek rocznego tempa wzrostu PKB nastąpi w 2poł22, a na przełomie 2022/23 może być ono zbliżone do zera.

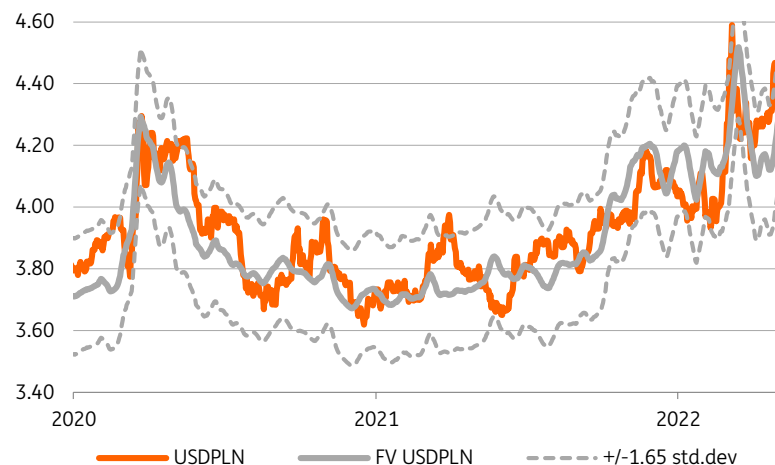
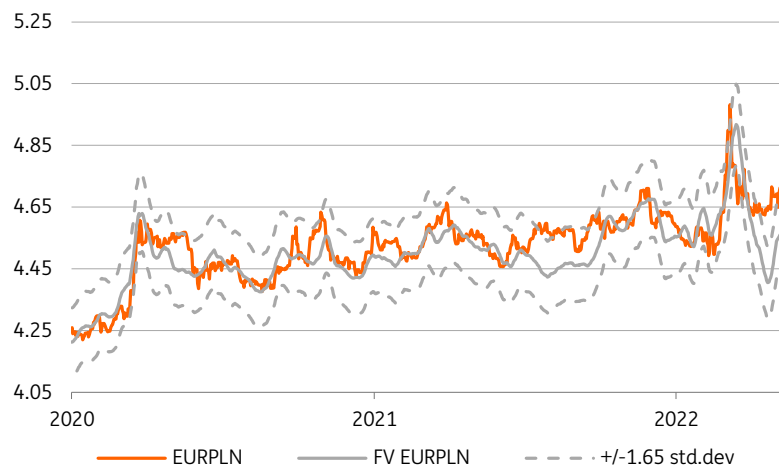
# Prognozy walutowe.

## Prognozy walutowe

	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23
US\$/PLN	4.38	4.36	4.33	4.28	4.23	4.19	4.17	4.19	4.05	4.02	3.99	3.96
€/PLN	4.60	4.57	4.55	4.54	4.53	4.52	4.53	4.57	4.46	4.45	4.44	4.43
CHF/PLN	4.46	4.44	4.42	4.34	4.26	4.19	4.14	4.12	3.97	3.91	3.86	3.80
GBP/PLN	5.61	5.58	5.55	5.49	5.44	5.38	5.39	5.43	5.29	5.28	5.26	5.24

## 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. 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](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)

### 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.