

Tygodnik ING

Dolar znów zyskuje. Dalsze pogorszenie sytuacji w budownictwie.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

21 listopada 2022



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



W skrócie.

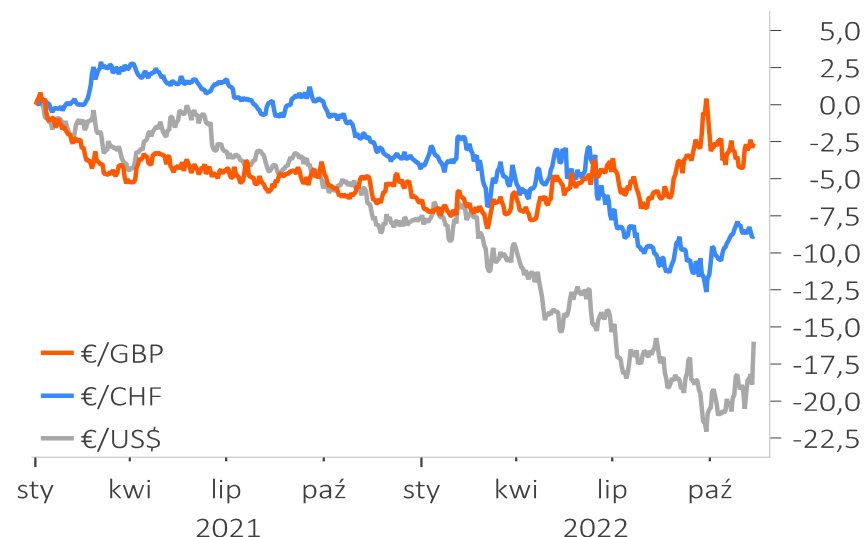
- W tym tygodniu uwagę inwestorów przyciągną wstępne PMI za listopad (możliwe, że recesja będzie widoczna indeksach dla przemysłu i usług w Europie z odczytami wyraźnie poniżej 50pkt., szczególnie w przemyśle) oraz protokoły Fed i EBC. Decyzje w polityce pieniężnej podejmą Węgry (wtorek), Turcja i Szwecja (czwartek). Ze względu na Święto Dziękczynienia, w czwartek (i częściowo w piątek) na rynku nieobecni będą inwestorzy USA. Wojna na Ukrainie wpływa na niepokój na rynkach, choć reakcje na ostrzeliwanie infrastruktury energetycznej, w tym elektrownię atomową w Zaporozżu, są umiarkowane.
- Rozpoczynający się tydzień będzie obfitował w publikacje krajowych danych makroekonomicznych, które pozwolą ocenić stan koniunktury na początku 4kw22. Bardziej drożne łańcuchy dostaw pozwalają krajowym przetwórcom na realizację wcześniejszych zamówień, co widoczne jest m.in. w przemyśle motoryzacyjnym (lepsza dostępność procesorów, zwiększona produkcja i eksport samochodów). Z kolei ceny producentów (PPI) zwiększyły się wg naszych prognoz o 23,5%r/r (konsensus na tym samym poziomie), po wzroście o 24,6%r/r we wrześniu. Inflacja PPI ma szczyt za sobą i obecnie należy oczekiwać jej spadku.
- Koniunktura w budownictwie pogorszyła się znacząco po wzroście kosztów materiałów budowlanych i załamaniu popytu w budownictwie mieszkaniowym, podwyżkach stóp procentowych i niemal zamrożeniu rynku kredytów hipotecznych. Kończone projekty pozwoliły dotychczas na utrzymywanie aktywności tego sektora powyżej poziomów z analogicznych okresów ubiegłego roku, ale jest to sektor gospodarki gdzie obserwujemy najbardziej gwałtowne hamowanie. Według naszych prognoz w październiku produkcja budowlano-montażowa wzrosła o zaledwie 1,3%r/r (konsensus: 0,9%r/r).

Kalendarz makroekonomiczny

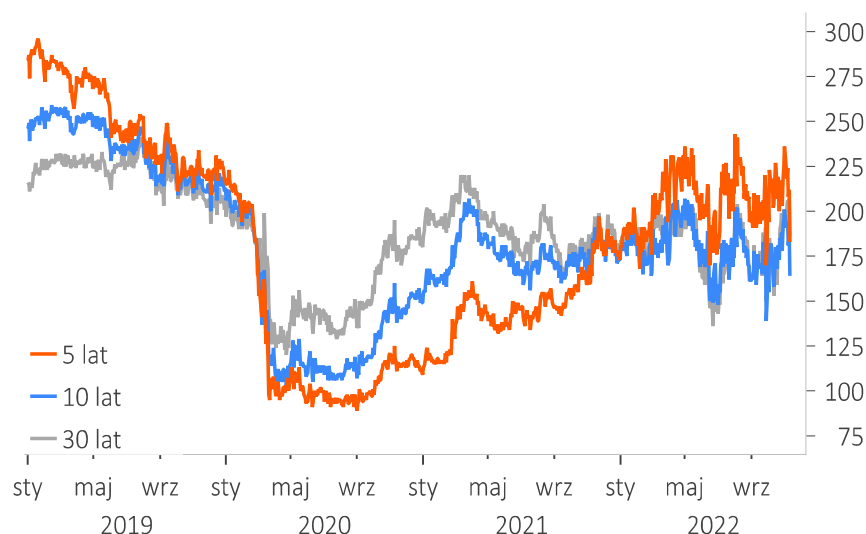
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
22 XI	Polska	10:00	Produkcja przemysłowa r/r	X	8,8%	7,8%	9,8%
			Wynagrodzenia r/r	X	13,8%	14,2%	14,5%
			Zatrudnienie r/r	X	2,2%	2,2%	2,3%
23 XI	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XI	44,7pkt.	45,2pkt.	45,1pkt.
			PMI - usługi	XI	46,0pkt.	46,2pkt.	46,5pkt.
	Strefa euro	10:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	XI	-	46,0pkt.	46,4pkt.
			PMI - usługi	XI	-	47,0pkt.	48,6pkt.
	Polska	10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	X	3,8%	3,2%	4,1%
24 XI	Niemcy	10:00	Wskaźnik koniunktury IFO	XI	84,5pkt.	85,0pkt.	84,3pkt.

Rynki walutowe – Lekki spadek €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

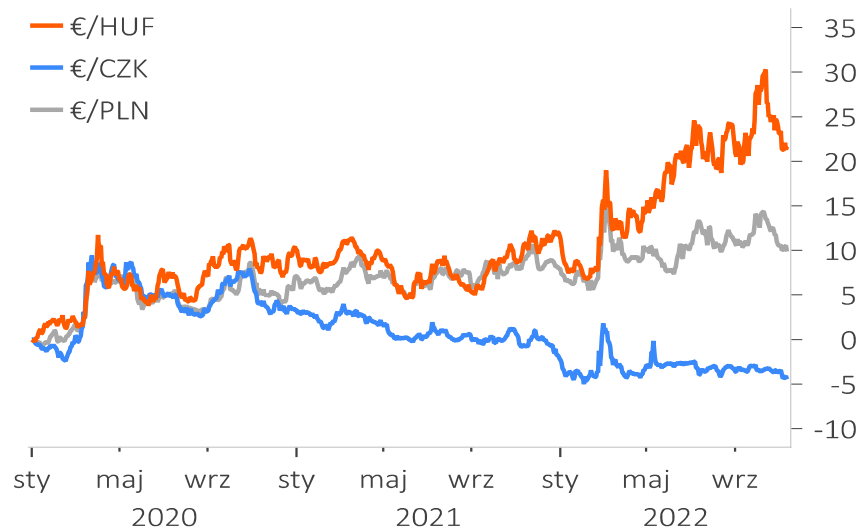


€/US\$:

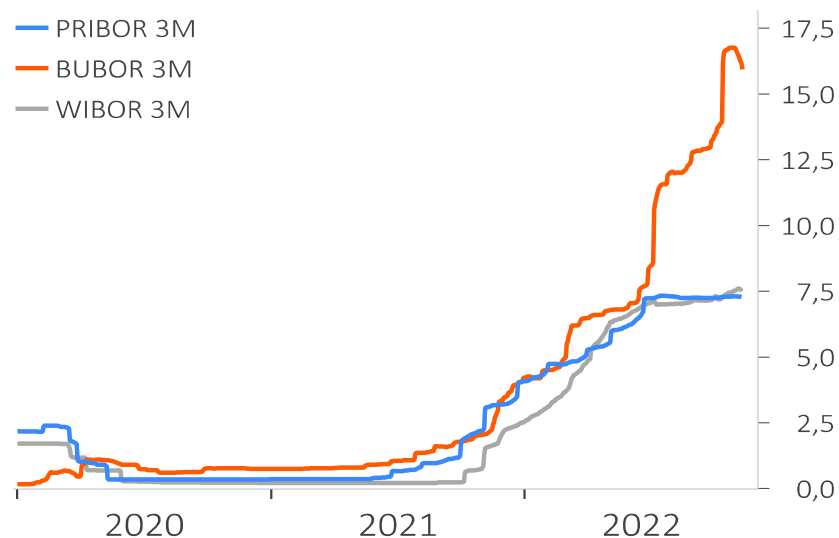
- Próby dalszego wzrostu pary €/US\$ w ubiegłym tygodniu się nie powiodły. Po kilku próbach wyłamania się ponad 1,0450 dziś rano kurs wyszedł z kilkudniowej konsolidacji dołem i teraz znajduje się poniżej 1.03. Wsparciem dla dolara były m.in. lepsze od oczekiwań (choć nadal wyraźnie słabnące) dane z amerykańskiego rynku nieruchomości oraz jastrzębie komentarze z Fed.
- W tym tygodniu uwagę rynku prawdopodobnie skupią dane o koniunkturze ze strefy euro (PMI). Jest jeszcze zbyt wcześnie, żeby odzwierciedlenie w danych znalazł kolejny impuls fiskalny z Niemiec. Spodziewamy się raczej zaskoczeń po niższej stronie. Dołożą się do tego prawdopodobnie jastrzębie minutes Fed. To scenariusz spójny z sytuacją techniczną na €/US\$. Para wyłamała się dołem z kilkudniowej konsolidacji. Otwiera to drogę do jej dalszego zejścia w okolice parytetu. Pierwsza istotna strefa wsparcia to okolice 1,01, tj. szczyt kursu z października.
- Na większy spadek kursu na razie nie liczymy. Oczekiwania na dalsze podwyżki stóp w USA w ubiegłym tygodniu odbiły się tylko częściowo, nie niwelując ruchu po zaskoczeniu spadkiem amerykańskiej inflacji CPI. Spread dolarowych swapów 2letnich wobec instrumentów w euro dość dobrze określał kierunek €/US\$ w ostatnich latach. Obecnie wyznacza poziom €/US\$ właśnie w okolicach 1,01. Dlatego bez odbudowy oczekiwań na podwyżki stóp w USA (i wzrostu dolarowych swapów), lub pogorszenia globalnego sentymentu, szanse, że €/US\$ utrzyma się ponad parytetem do końca roku są dość wysokie.

Rynki walutowe – Złoty może znów tracić.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

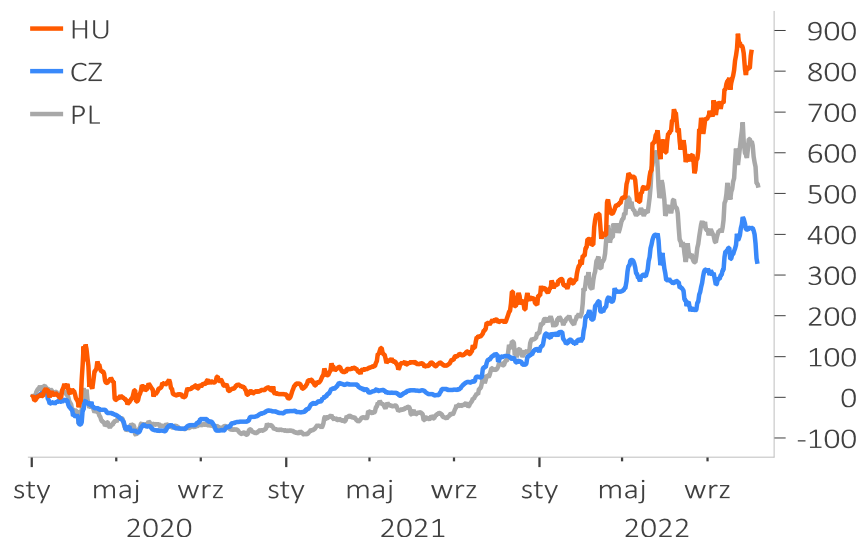


€/PLN:

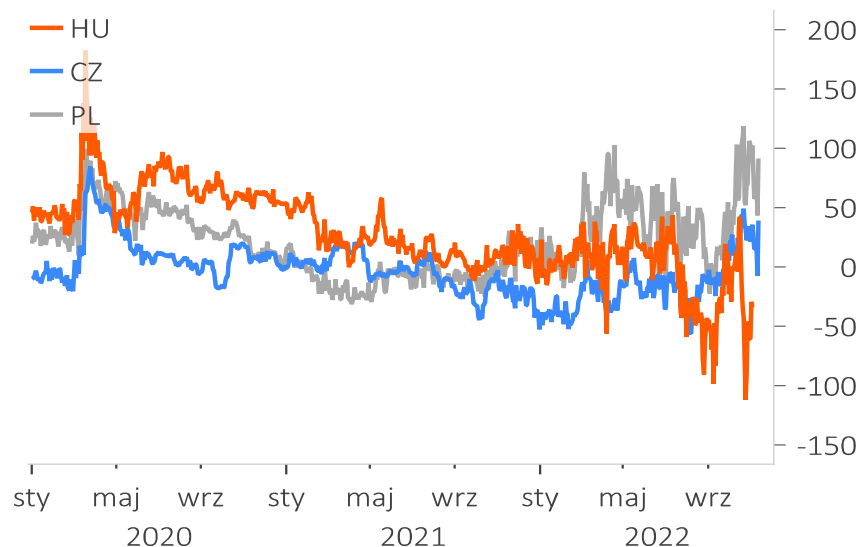
- Zachowaniem krajowej waluty w ubiegłym tygodniu kierowały przede wszystkim obawy o eskalację konfliktu z Rosją po wybuchu rakiety na polskim terytorium. Informacje, że jest to ukraiński pocisk znacząco poprawiły nastroje na rynkach w ubiegły poniedziałek, pozwalając na odwrót €/PLN z 4,78 do 4,70. Po tym para €/PLN weszła w wąski trend boczny w okolicach 4,70. Bisko tego poziomu para znajduje się też dziś rano. Zmiany €/US\$ miały na złotego relatywnie mały wpływ.
- Umacniający się dolar to najprawdopodobniej negatywna wiadomość dla złotego (i innych walut CEE). Korelacja €/US\$ i €/PLN pozostaje silnie negatywna. Ogólny sentyment na rynkach pozostaje jednak dobry, a od szoku wywołanego wybuchem rakiety na terytorium Polski obawy o eskalację konfliktu z Rosją osłabły. To sugeruje, że kurs €/PLN nie dotrze do zeszłotygodniowych szczytów. Pierwszy poziom oporu znajduje się już przy 4,7350 i są dość duże szanse, że wzrost pary się tam zatrzyma.
- Wygaszenie oczekiwań na podwyżki stóp NBP prawdopodobnie oznacza też, że to otoczenie międzynarodowe zadecyduje o kierunku €/PLN w grudniu. Na razie nie widać czynników które mogłyby mocniej popsuć sentyment na globalnych rynkach, choć głębszy spadek €/US\$ jest zdecydowanie ryzykiem. Nie widać perspektyw na szybki koniec konfliktu na Ukrainie, a postęp w rozmowach Polski z KE o odblokowaniu KPO będzie wymagać czasu. Rozkład ryzyk jest więc umiarkowanie negatywny dla złotego. W końcówce roku spodziewamy się osłabienia krajowej waluty, ale ryzyko powrotu €/PLN ponad 4,80 znacząco spadło.

Rynek długu: Umocnienie dzięki rynkom bazowym.

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



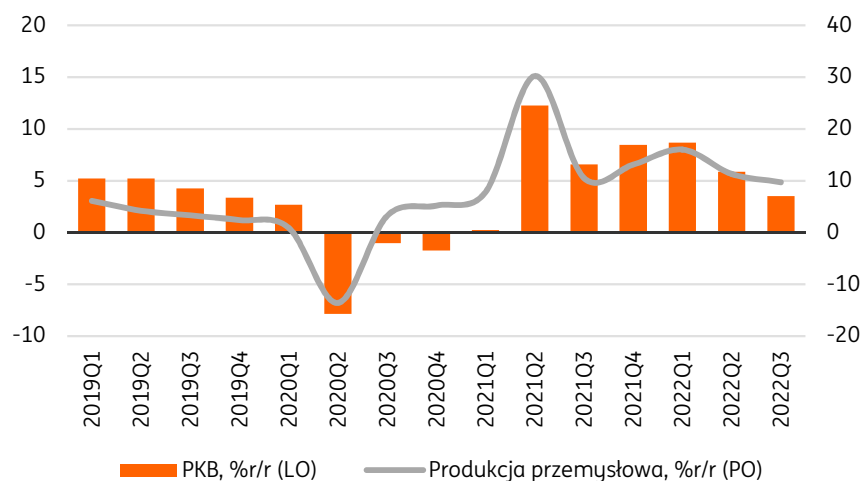
Asset swapy 10L w CEE od 2019



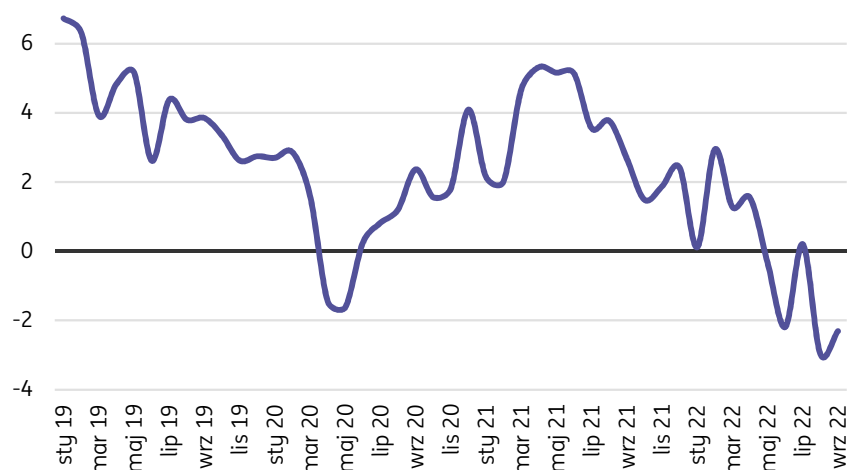
- W ubiegłym tygodniu bazowe rynki długu przeszły do konsolidacji. Dane z rynku nieruchomości z USA i wypowiedzi z Fed zatrzymały silny spadek rentowności związany z wyraźnym spowolnieniem inflacji w USA. Największe zmiany miały miejsce na krótkim końcu amerykańskiej krzywej, gdzie odbudowa oczekiwań na kolejne podwyżki stóp Fed podniosła rentowności o ponad 15pb od ostatniego dołka. Także w kraju obligacje były względnie stabilne. Rynek przestał wyceniać dalsze podwyżki stóp NBP i zachowaniem rynku kierowały przede wszystkim zmiany na Bundzie.
- Publikowane w tym tygodniu dane powinny przypomnieć rynkom o zbliżającym się pogorszeniu koniunktury w rozwiniętych gospodarkach. Dokładają się do tego oczekiwania na szybką dezinflację, wspierane ostatnimi danymi o CPI z USA, czy dzisiejszym odczytem inflacji produkcyjnej z Niemiec. To z kolei wspiera oczekiwania na szybki koniec podwyżek stóp zarówno Fed, jak i EBC i równie szybkie rozpoczęcie obniżek stóp. Powinno to więc w tym tygodniu wspierać spadki rentowności na całej krzywej, zarówno w Europie jak i USA. Skala umocnienia Treasuries powinna być mniejsza z uwagi na raczej jastrzębi ton minutes Fed, które poznamy w tym tygodniu.
- Wydarzenia zagraniczne powinny też zdominować sytuację na krajowym rynku długu. W tym tygodniu mamy co prawda publikacje szeregu danych z polskiej gospodarki, ale nie zmienią one raczej oczekiwań co do braku kolejnych podwyżek stóp NBP. Taki rozkład ryzyk może prowadzić do krótkoterminowego spłaszczenia krzywej SPW – spadek rentowności np. Bunda będzie mieć większy wpływ na długi koniec niż na krótki, który przestał już wyceniać zmiany stóp NBP.

Mocny przemysł, słabszy detal, odporny rynek pracy.

Produkcja sprzedana przemysłu i PKB, %/r



Realne wynagrodzenia w przedsiębiorstwach, %/r



Źródło: GUS, NG.

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wstępny szacunek PKB w 3kw22 (3,5%/r), a w tym GUS opublikuje pierwsze twarde dane, które pozwolą ocenić koniunkturę na początku 4kw22.
- Najjaśniejszym punktem polskiej gospodarki pozostaje według naszych prognoz sektor przemysłowy, który korzysta na poprawie w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw. Prognozujemy, że produkcja wzrosła w październiku 8,8%/r (konsensus: 8,1%/r).
- Mniej optymistycznie rysuje się sytuacja i jej perspektywy w przypadku sektora detalicznego. Boom konsumpcyjny, który obserwowaliśmy w 1poł22 odchodzi w zapomnienie. Wzrost konsumpcji jest ograniczany przez szybko rosnące ceny. Prognozujemy, że sprzedaż detaliczna zwiększyła się w ubiegłym miesiącu o 3,8%/r (konsensus: 3,2%/r).
- Najgorzej prezentuje się sektor budowlany, gdzie następuje silne hamowanie. Prognozujemy, że produkcja budowlana wzrosła w październiku o zaledwie 1,3%/r (konsensus: 0,9%).
- Rynek pracy jest odporny na spowolnienie gospodarcze. Poziom zatrudnienia pozostaje wyższy niż przed rokiem, a stopa bezrobocia nie rośnie. Wzrost wynagrodzeń przestał natomiast nadążać za wzrostem cen, chociaż pozostaje wysoki. Prognozujemy, że w październiku zatrudnienie wzrosło o 2,2%/r, wynagrodzenia o 13,8%/r, a stopa bezrobocia pozostała na poziomie 5,1%.
- Wbrew obawom wysuwanych przez prezesa NBP A. Głapińskiego i większość RPP, nie grozi nam znaczące pogorszenie sytuacji na rynku pracy i skokowy wzrost bezrobocia. Pozostawia to pewną przestrzeń do podwyżek stóp, zwłaszcza w obliczu wysokiej inflacji, jednak w najbliższych miesiącach Rada nie zdecyduje się na taki ruch.

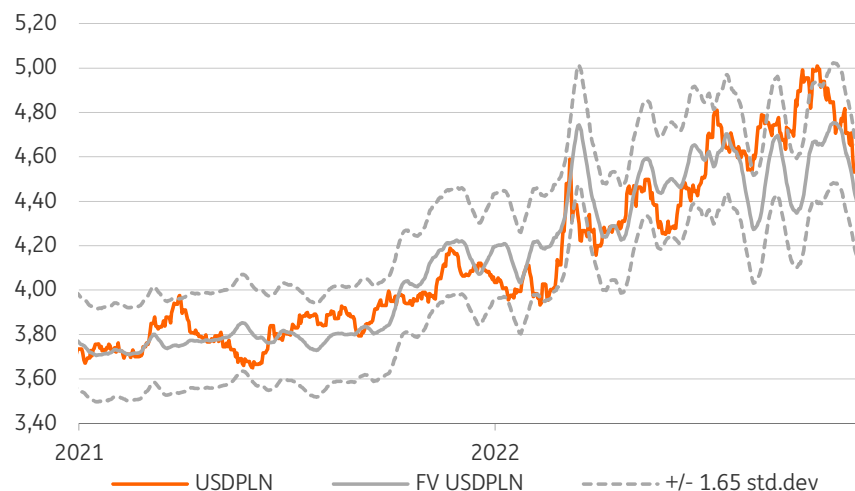
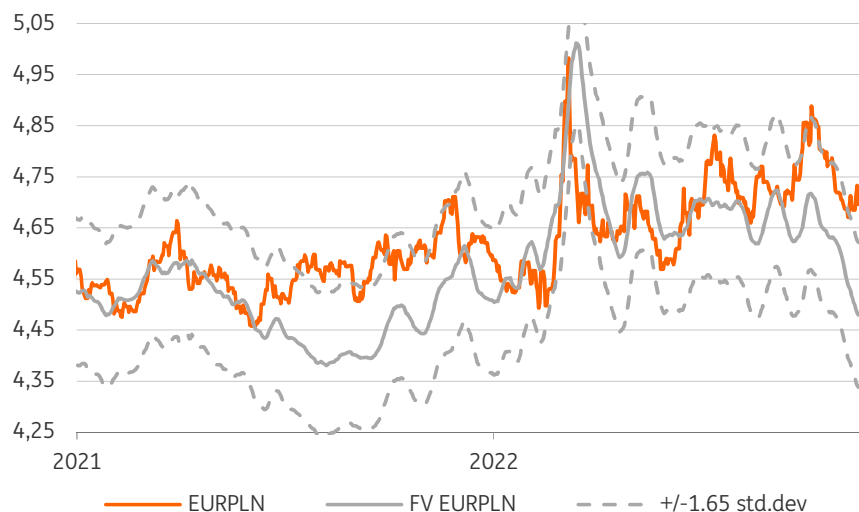
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23
US\$/PLN	4.92	4.94	4.94	5.09	5.05	5.01	4.84	4.80	4.77	4.66	4.67	4.67
€/PLN	4.82	4.85	4.85	4.84	4.81	4.77	4.74	4.71	4.69	4.66	4.67	4.69
CHF/PLN	5.18	5.22	5.23	5.22	5.19	5.16	5.12	5.10	5.08	5.05	5.07	5.09
GBP/PLN	5.24	5.29	5.31	5.32	5.30	5.28	5.27	5.26	5.25	5.24	5.27	5.31

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 i dolara znów wzrosło. Wpływ napięć geopolitycznych na waluty CEE pozostaje bardzo silny. Sentyment globalny wyraźnie się natomiast poprawia, uzasadniając większe niż obserwujemy umocnienie złotego. Wysoki poziom stóp w kraju uzasadnia około 20 groszy niższy poziom €/PLN. Również rentowności obligacji, zwłaszcza krótkich, są zbyt wysokie prawdopodobnie również m.in. z ww. powodów.



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 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.