

Tygodnik ING

Słabszy 4Q22 w polskiej gospodarce, ale lepsze perspektywy na 2023. Na rynkach dyskusja o cięciach Fed, podwyżkach ECB. €/US\$ rośnie, na rynkach długu chwila realizacji zysków.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak

23 stycznia 2023



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



W skrócie

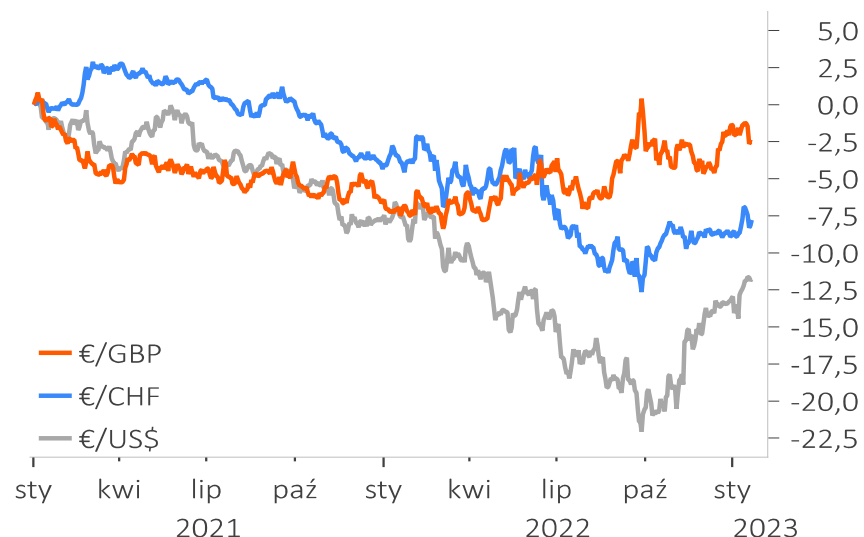
- Grudniowe dane były nieco słabsze od oczekiwań (sprzedaż detaliczna, produkcja budowlana, płace, zaś produkcja przemysłowa była zgodna z nowcastingiem, ale słabsza od trendu). Szacujemy tempo wzrostu PKB w 4kw22 na 2,0%/r, a w całym roku na nieco poniżej 5%, a więc niższej od wcześniejszych prognoz. Jednak perspektywy PKB na 2023 rok poprawiły się w ostatnich tygodniach dzięki spadkowi cen gazu, który istotnie podnosi prognozy dla gospodarki europejskiej i niemieckiej. Efekt netto tych zmian jest pozytywny, wspierając naszą prognozę PKB na 2023, która wynosi 1%/r i jest wyższa od konsensusu.
- W tym tygodniu uwaga rynków przeniesie się na Europę. Poznamy dane o koniunkturze (PMI), odbędzie się kilka kolejnych wystąpień członków EBC. Spodziewamy się poprawy aktywności w Europie m.in. dzięki spadkowi cen surowców energetycznych, czy poluzowaniu restrykcji covidowych w Chinach. W naszej ocenie konkluzją będzie podtrzymanie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp w strefie euro. Kontrastuje to z oczekiwaniami na szybkie zakończenie cyklu podwyżek stóp Fed. To z kolei oznacza, że presja na wzrost €/US\$ może się utrzymać. Technicznie kurs może w najbliższych dniach dotrzeć pomiędzy 1,10, a 1,11.
- Układ danych w tym tygodniu nie będzie raczej wspierał spadków rentowności na rynkach bazowych, szczególnie w Europie. Liczymy m.in. na poprawę koniunktury w strefie euro (wg. badania PMI), czy podtrzymanie jastrzębiego przekazu przez EBC. Inwestorzy pozostają jednak skupieni na globalnej dezinflacji, oczekiwanym spadku CPI w największych gospodarkach, a ostatnio także na sygnałach spowolnienia koniunktury m.in. w USA oraz odpowiedzi na te sygnały Fed. Przeciaki medialne wskazują, że FOMC debatuje nad pauzą w cyklu podwyżek. Dlatego liczymy raczej na stabilizację na rynkach długu niż większe wzrosty rentowności. Podobnie wygląda też sytuacja na SPW. Tu dodatkowo pomaga jednak sytuacja podażowa – na spore zapadalności (około PLN20mld) przypada niska oferta ze strony sektora publicznego.

Kalendarz makroekonomiczny

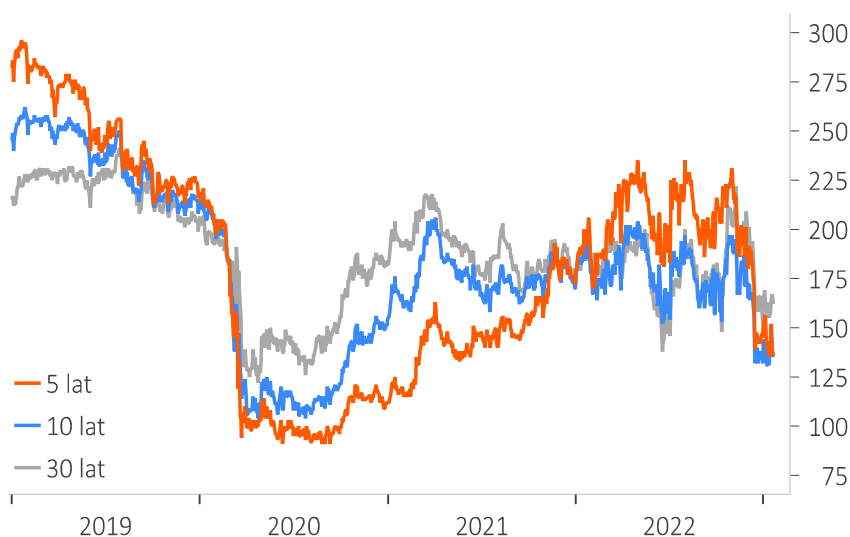
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
24 I	Niemcy	9:30	PMI – przetwórstwo przemysłowe	I	47,5pkt.	47,8pkt.	47,1pkt.
			PMI – usługi	I	48,7pkt.	49,6pkt.	49,2pkt.
	Strefa euro		PMI – przetwórstwo przemysłowe	I	49,1pkt.	48,5pkt.	47,8pkt.
			PMI – usługi	I	50,4pkt.	50,2pkt.	49,8pkt.
25 I	Niemcy	10:00	Wskaźnik IFO	I	88,9pkt.	90,2pkt.	88,6pkt.
	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	XII	5,2%	5,2%	5,1%
26 I	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	4kw22	2,3%	2,8%	3,2%

Rynki walutowe – Trend wzrostowy na €/US\$ trwa.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

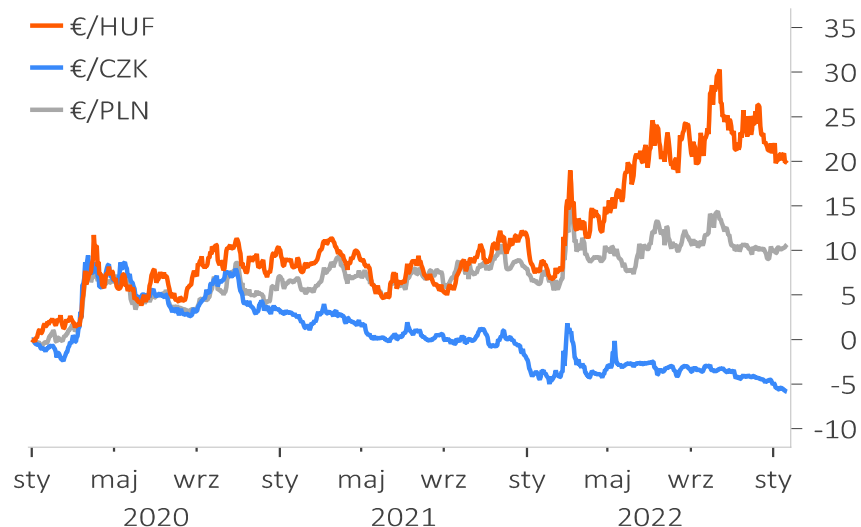


€/US\$:

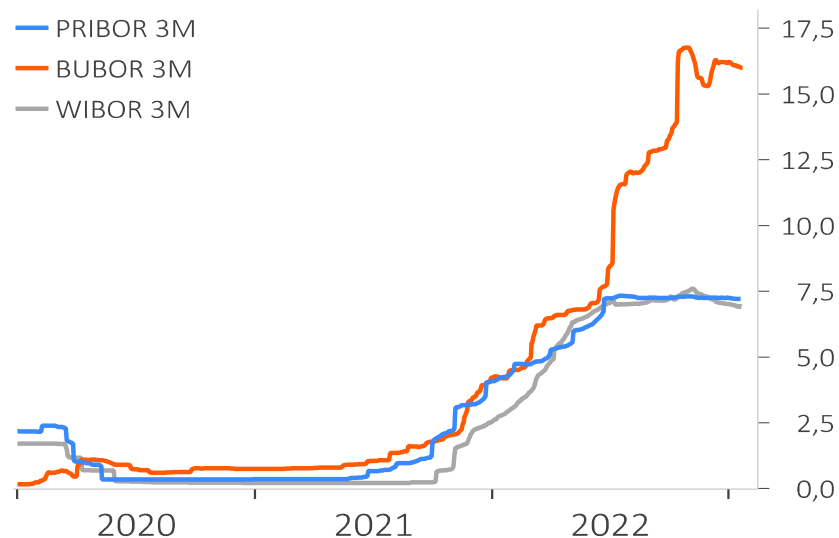
- W ubiegłym tygodniu trend wzrostowy na €/US\$ się utrzymał, para dotarła do 1,09. To efekt oczekiwań na szybki koniec cyklu podwyżek stóp Fed (już w lutym) i obniżki w 2poł23. Komentarze z EBC sugerują natomiast jeszcze kilka podwyżek. Rada Prezesów w ubiegłym tygodniu starała się wręcz wyhamować rosnące oczekiwania na spowolnienie podwyżek stóp EBC.
- W tym tygodniu uwaga rynków przeniesie się na Europę. Poznamy dane o koniunkturze (PMI), odbędzie się kilka kolejnych wystąpień członków EBC. Spodziewamy się poprawy aktywności w Europie m.in. dzięki spadkowi cen surowców energetycznych, czy poluzowaniu restrykcji covidowych w Chinach. W naszej ocenie konkluzją będzie podtrzymanie oczekiwań na dalsze podwyżki stóp w strefie euro. Kontrastuje to z oczekiwaniami na szybkie zakończenie cyklu podwyżek stóp Fed. To z kolei oznacza, że presja na wzrost €/US\$ może się utrzymać. Technicznie kurs może w najbliższych dniach dotrzeć pomiędzy 1,10, a 1,11.
- Uważamy też, że wzrostowy trend na €/US\$ utrzyma się również w dalszej części roku. W 2kw22 możemy doczekać się poziomów rzędu 1,15. Trwa domykanie pozycji na umocnienie dolara z zeszłego roku. Kondycja gospodarek europejskich jest nadspodziewanie dobra dzięki np. łagodnej zimie i braku konieczności reglamentowania gazu. Przedstawiciele EBC argumentują też konieczność dalszych zdecydowanych podwyżek stóp. Z kolei kondycja amerykańskiej gospodarki rozczarowuje (np. sektor usług), a inflacja spowalnia, wspierając oczekiwania na szybkie obniżki Fed.

Rynki walutowe – €/PLN znów ponad 4,70.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

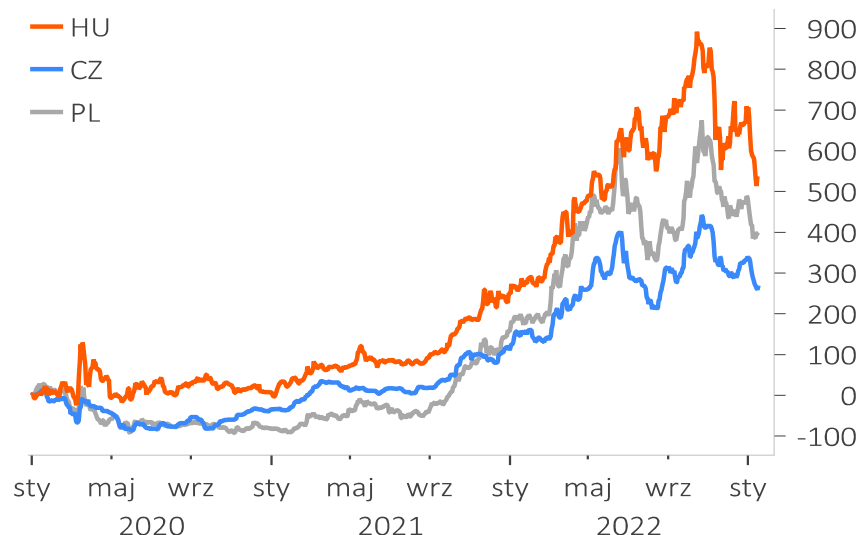


€/PLN:

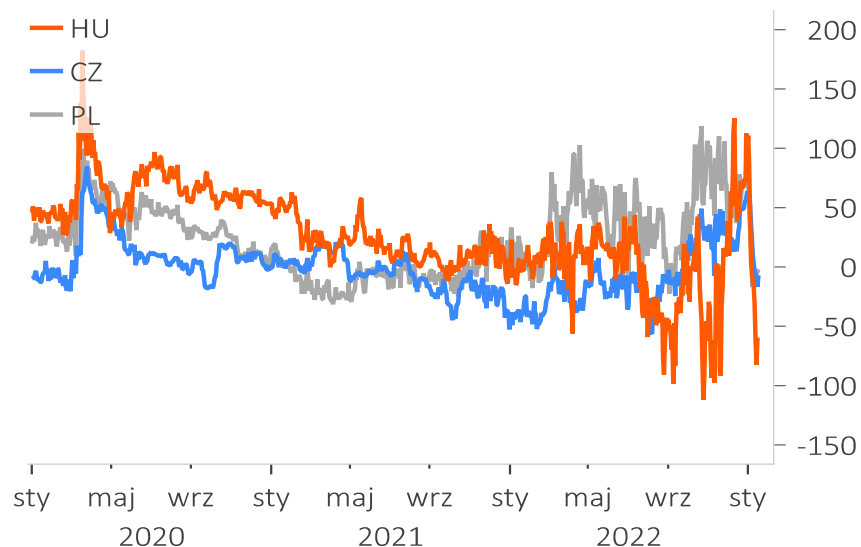
- Wzrost €/US\$ nie zatrzymał deprecjacji złotego. €/PLN w ubiegłym tygodniu wybił się ponad 4,70 i dotarła dalej niż zakładaliśmy, do 4,74-4,75. Złoty był przy tym najśłabszy na tle innych walut regionu, które generalnie zyskiwały do euro. Możliwe, że to efekt obaw przed zbliżającym się orzeczeniem TSUE ws. kredytów frankowych. Widzimy też popularność strategii sprzedaj PLN kup HUF lub CZK.
- Po wyłamaniu pary €/PLN ponad 4,70 inwestorzy powinni pozostać negatywnie nastawieni do złotego. Nie pomaga także sytuacja fundamentalna, tj. perspektywa orzeczenia TSUE ws. kredytów frankowych. W najbliższych dniach nie zakładamy jednak większej przeceny PLN – kurs powinien co najwyżej dotrzeć do ostatnich szczytów, tj. pomiędzy 4,74, a 4,75. Na większy ruch raczej nie pozwoli sytuacja na €/US\$, gdzie presja na osłabienie dolara może się utrzymać. Złoty będzie prawdopodobnie nadal jednak tracić na tle walut regionu CEE, które zyskują wraz z osłabiającym się dolarem.
- W skali 1kw23 spodziewamy się jednak większej presji na złotego. Kurs €/PLN może dość szybko dotrzeć do 4,80. Inwestorzy będą prawdopodobnie nadal odbudowywać pozycje przeciwko złotemu, szczególnie, że koszty ich utrzymania wyraźnie spadły w porównaniu z 2poł22. Dokłada się do tego kilka ryzyk, jak ponowna eskalacja konfliktu na Ukrainie i kolejna duża ofensywa rosyjska. Z kwestii lokalnych czeka nas rozstrzygnięcie TSUE w sprawie kredytów frankowych. Negatywny dla banków wynik może zmusić je do rozpoznania bardzo wysokich strat. Już same problemy banków nie są dla PLN pozytywne, ale może też dojść do domykania wywołanych tą decyzją pozycji walutowych (poprzez sprzedaż złotego np. za euro).

Rynek długu: Rosną szanse na korektę na SPW.

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



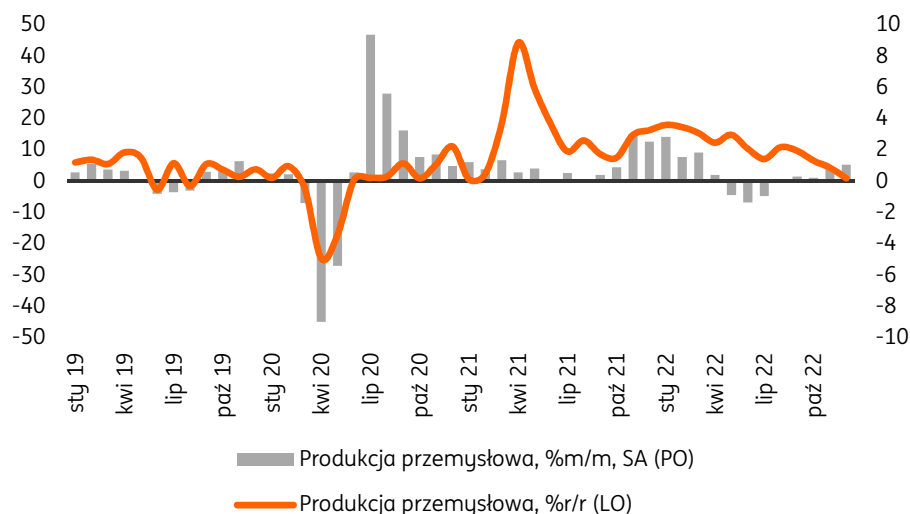
Asset swapy 10L w CEE od 2019



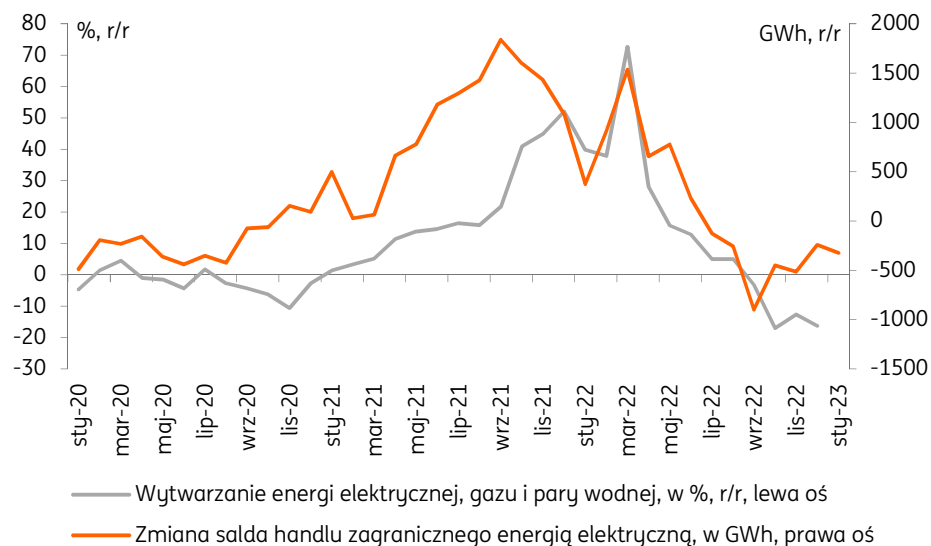
- W 1poł ub. tygodnia rentowności dalej spadały pod wpływem zapowiedzi mniejszych podwyżek ECB, słabych danych z USA wskazujących na głębsze spowolnienie PKB i szybsze zakończenie podwyżek Fed. Koniec tygodnia przyniósł jednak realizację zysków. Także SPW zakończyły tydzień bez dużych zmian.
- Układ danych w tym tygodniu nie będzie raczej wspierał spadków rentowności, szczególnie w Europie. Liczymy m.in. na poprawę koniunktury w strefie euro (PMI), czy jastrzębi przekaz z EBC. Inwestorzy pozostają jednak skupieni na globalnej dezinflacji, a ostatnio także na sygnałach spowolnienia m.in. w USA. Dlatego liczymy raczej na stabilizację niż wzrosty rentowności. Podobnie wygląda też sytuacja na SPW. Tu dodatkowo pomaga jednak sytuacja podażowa – na spore zapadalności (około PLN20mld) przypada niska oferta ze strony sektora publicznego.
- Duża skala umocnienia obligacji w ostatnich tygodniach, czy agresywne oczekiwania na poluzowanie polityki Fed dają jednak pole do korekty w najbliższym czasie. Powodem mogą być posiedzenia banków centralnych czy odczyty styczniowej inflacji. Sygnały z Fed i EBC są mniej gołębie niż wycenia to rynek. Banki centralne nie akceptują uporczywie wysokiej inflacji bazowej, która utrzymuje się mimo hamowania cen paliw. Dlatego najbliższe posiedzenia mogą dać moment do realizacji zysków. W kraju dodatkowo rysuje się kilka ryzyk. Decyzja TSUE może przejściowo ograniczyć skłonność krajowych banków do zakupów SPW. Jednak po takiej korekcie wielu inwestorów zacznie ponownie kupować dług. Ostatnie umocnienie rynków długu było tak znaczące, że wielu inwestorów wciąż czeka na spadek cen obligacji, aby pokryć swoje krótkie pozycje w POLGBs, albo zwiększyć portfele obligacji, w oczekiwaniu na spadek inflacji w 2023.

Produkcja przemysłowa hamuje. Nieco lepsze perspektywy na 2023, ale niekorzystny efekt bazy w produkcji energii.

Produkcja sprzedana przemysłu



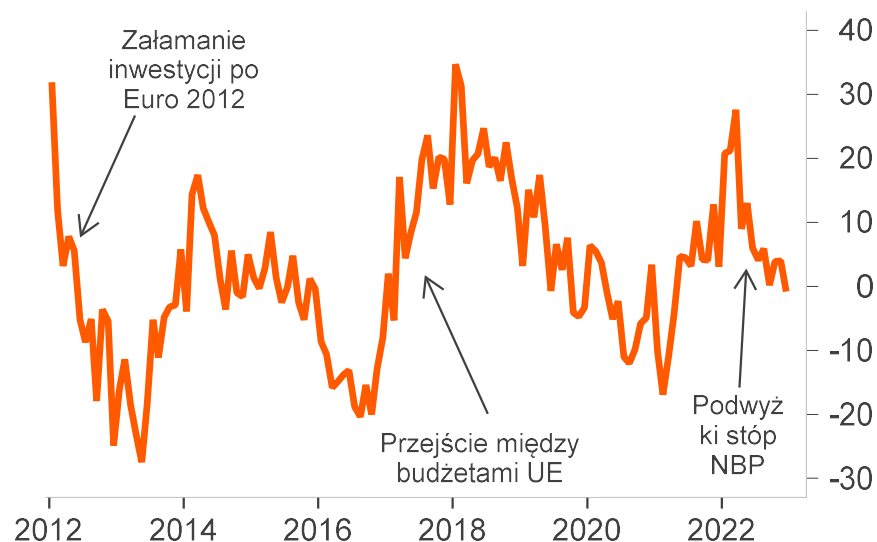
Produkcja energii el. i zmiana jej salda w handlu zagranicznym



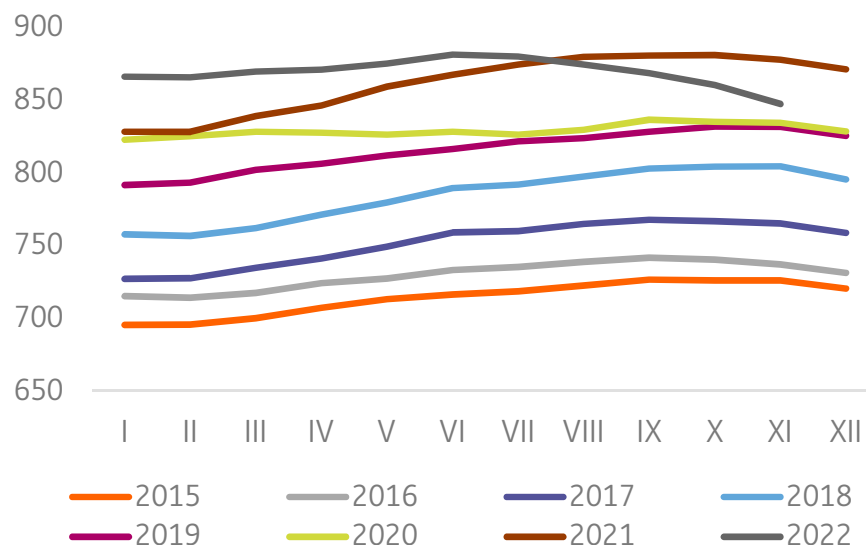
- W grudniu 22 zanotowaliśmy dalsze stopniowe hamowanie produkcji. W ujęciu m/m wciąż notowany jest wzrost - tym razem 0,7%m/m. Był to czwarty miesiąc z rzędu kiedy produkcja wzrosła w ujęciu m/m odsezonowanym, po tym jak wcześniej zanotowaliśmy spadki m/m po wybuchu wojny. W ujęciu r/r utrzymał się wzrost, ale tylko w skali 1%/r vs 4,5%/r/r w lis-22, blisko oczekiwań (ING 1,2%; konsensus 1,7).
- Dzięki poprawie w globalnych łańcuchach dostaw wciąż mocnym punktem polskiej gospodarki są działy eksportowe (automotive, elektronika). Z drugiej słabiej wygląda przemysł ciężki (produkcja energii, metalurgia, chemia), który musi zmagać się z wysokimi cenami energii (przestoje w przemyśle chemicznym i metalurgicznym z powodu drogiego gazu).
- Ostatni spadek cen gazu powinien odblokować część gospodarki, co może wspierać PKB w 1kw23. Z drugiej jednak strony, bardzo negatywnie na produkcję będzie działał efekt wysokiej bazy w produkcji energii z 1poł22, kiedy polska energetyka eksportowała dużo prądu, konkurując z zachodnimi producentami opartymi na drogim gazie.
- Saldo wymiany transgranicznej energią elektryczną zaczęło się istotnie poprawiać od 2kw21 z lokalnymi szczytami we wrześniu 2021 i marcu 2022. Zbiegło się to z nasileniem rosyjskich manipulacji na europejskim rynku gazu, co prowadziło do eksplozji jego cen. Zmiana tego salda stosunkowo dobrze koreluje ze zmianami produkcji przemysłowej w kategorii „Wytwarzanie energii elektrycznej, gazu i pary wodnej”. Trend spadkowy tego salda od 2kw22 ciągnie w dół roczną dynamikę produkcji we wspomnianej kategorii i będzie to kontynuowane w 1poł23 ze względu na wysoką bazę odniesienia z 2022.

Produkcja budowlana spadła w XII, zniknął pozytywny wpływ pogody.

Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)



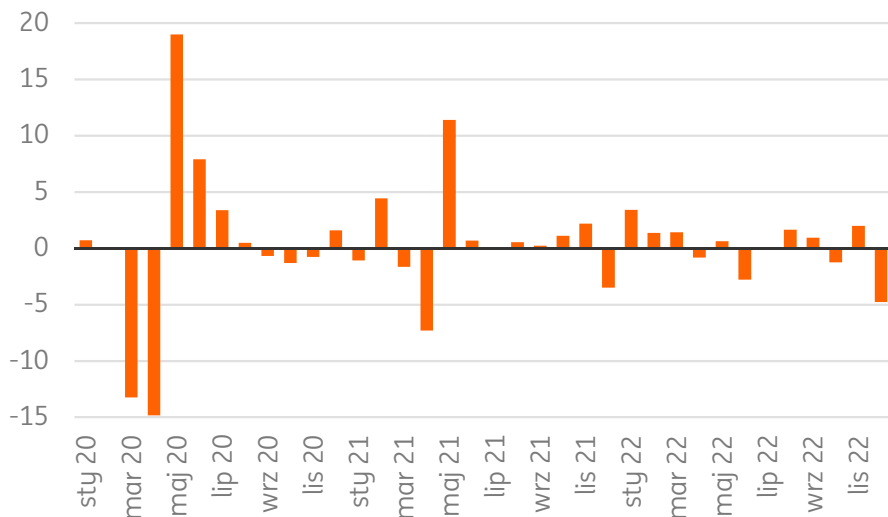
Mieszkania w budowie (tys.)



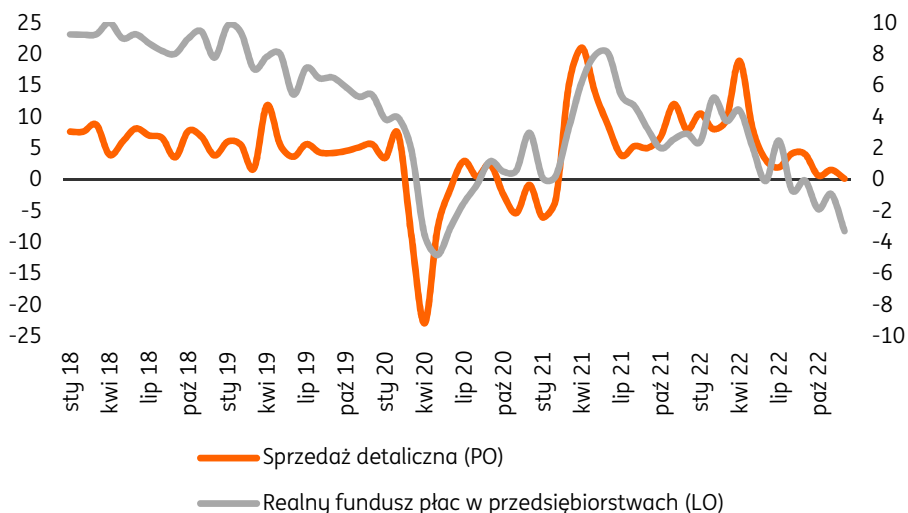
- W grudniu produkcja budowlano-montażowa spadła o 0,8% r/r, wobec wzrostu o 4% r/r miesiąc wcześniej i konsensusu na poziomie 2,7% r/r. W październiku i listopadzie produkcję wspierała nietypowo wysoka temperatura / łagodna zima. W grudniu tego efektu już nie ma. W rezultacie znacząco obniżyła się dynamika robót powiązanych z inwestycjami publicznymi, tj. budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (wzrost o 1,4% r/r, 6,9% r/r miesiąc wcześniej) oraz roboty budowlane specjalistyczne (spadek o 1,7% po wzroście o 8,6% r/r w listopadzie). Kolejny miesiąc z rzędu spadła też budowa budynków (o 0,8%, w listopadzie o 4,2% r/r).
- Obraz budownictwa pozostaje negatywny. Najprawdopodobniej będzie to jeden z najłagodniejszych obszarów w gospodarce w tym roku. Inwestycje infrastrukturalne cierpią z powodu braku środków unijnych oraz rosnących cen, które utrudniają realizację przetargów. Nawet uzyskanie środków z KPO w tym roku tego obrazu w 2023 nie zmieni, gdyż przed rozpoczęciem prac konieczne będzie zakończenie przetargów i prac projektowych.
- Budownictwo mieszkaniowe cierpi natomiast z powodu załamania popytu. Wyższe stopy procentowe i wymogi regulacyjne znacząco osłabiły popyt na kredyt. Dołożyło się do tego ogólne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, które zniechęca je do dokonywania większych zakupów jak dobra trwałego użytku, czy mieszkania. Deweloperzy mają natomiast ciągle bardzo dużą liczbę mieszkań w budowie, która dopiero niedawno spadła poniżej rekordowych poziomów. Najprawdopodobniej obecnie są kończone już rozpoczęte inwestycje, a nowe nie są zaczynane.

Wydatki konsumpcyjne coraz słabsze.

Sprzedaż detaliczna, %m/m (SA)



Sprzedaż detaliczna i fundusz płac w sekt. przeds., %/r



- W grudniu 2022 sprzedaż detaliczna towarów wzrosła o zaledwie 0,2%/r (konsensus: 1,4%; ING: 1,5%), po wzroście o 1,6%/r w listopadzie. Utrzymują się tendencje obserwowane w poprzednich miesiącach. W dalszym ciągu niekorzystnie kształtuje się sprzedaż dóbr trwałego użytku. Spadek sprzedaży mebli, RTV i AGD pogłębił się do dwucyfrowych poziomów (-10,4%/r), a wzrosty sprzedaży ogółem wynikają z rosnącej konsumpcji dóbr pierwszego użytku (farmaceutyki: +7,6%/r; żywność: +1,9%/r). Wysoki wzrost cen towarów pierwszej potrzeby (żywność, paliwa) ogranicza możliwości nabywania innych produktów. Zwłaszcza w sytuacji kurczących się w ujęciu realnym dochodów gospodarstw domowych z pracy. Z piątkowych danych wynika, że realne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw spadły w grudniu o 5,3%/r.
- Grudniowe wyniki sprzedaży towarów należy ocenić jako słabe. Wzrost sprzedaży farmaceutyków podbijała wysoka skala sezonowych zachorowań na gripę. Nieco mniejsza skala spadku sprzedaży paliw w ujęciu rocznym mogła być z kolei związana z obawami o wzrost cen po przywróceniu 23% stawki VAT od początku 2023. Wyraźnie wyhamowały roczne tempa wzrostu sprzedaży żywności i odzieży. Dane o sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach sugerują dalsze osłabienie konsumpcji towarów w 4kw22 po słabym 3kw22.
- Biorąc pod uwagę grudniowy zestaw danych szacujemy tempo wzrostu PKB w 4kw22 na 2,0%/r, a w całym roku na nieco poniżej 5%. Wciąż jednak perspektywy PKB na 2023 rok poprawiły się dzięki spadkowi cen gazu, który istotnie podnosi prognozy dla Europy. Efekt netto tych zmian jest pozytywny, wspierając naszą prognozę PKB na 2023.

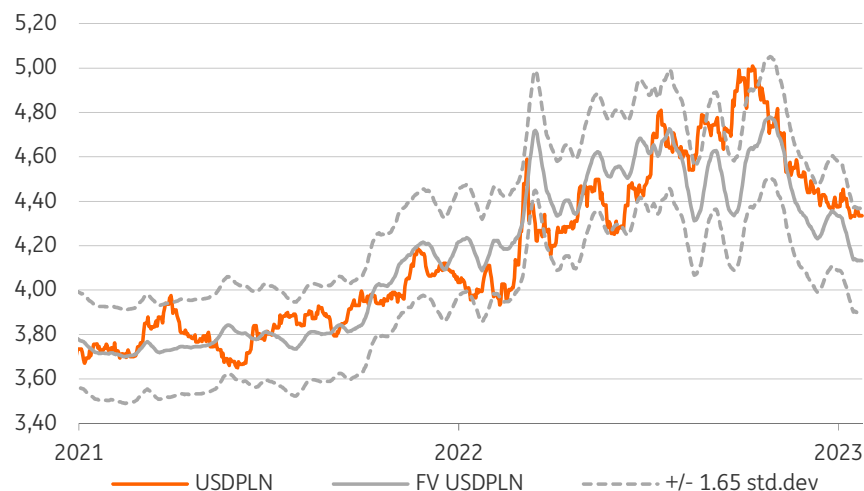
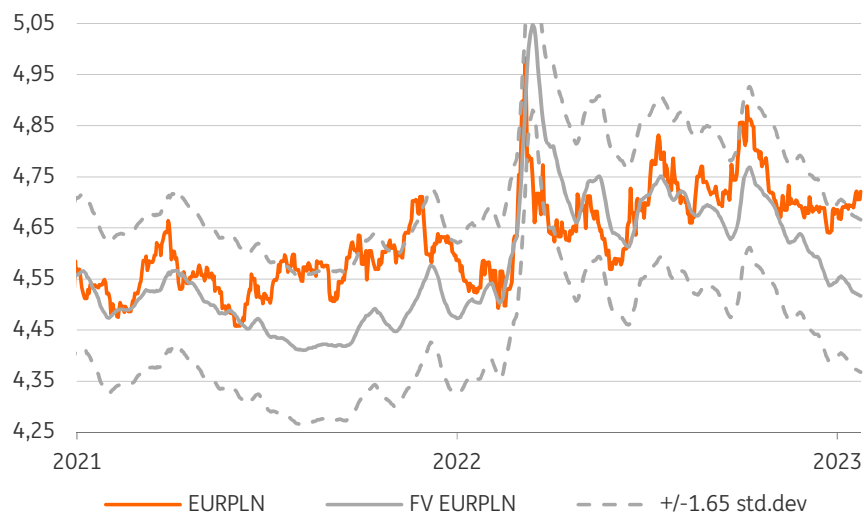
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24
US\$/PLN	4.45	4.44	4.41	4.37	4.12	4.07	4.03	4.13	4.14	4.15	4.21	4.19
€/PLN	4.78	4.80	4.78	4.76	4.74	4.70	4.67	4.63	4.66	4.69	4.72	4.70
CHF/PLN	4.95	4.97	4.96	4.95	4.94	4.91	4.88	4.85	4.89	4.93	4.97	4.90
GBP/PLN	5.49	5.50	5.47	5.45	5.42	5.37	5.32	5.28	5.31	5.33	5.36	5.34

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 wzrosło do bardzo wysokich poziomów. Wysoki poziom stóp w kraju względem rynków rozwiniętych jeszcze się zwiększył (np. na swapach) z uwagi na oczekiwania na obniżki stóp np. Fed i, przynajmniej teoretycznie, uzasadnia utrzymanie pary €/PLN poniżej 4,45. Przepuszczamy, że jest to efektem obaw o konsekwencje orzeczenia TSUE ws kredytów walutowych. Także poziom asset swapów utrzymuje się na wysokim poziomie, jednak tu kluczowe są obawy o wysoki poziom potrzeb pożyczkowych w 2023.



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.