

Tygodnik ING

Solidny popyt gospodarstw domowych w USA. W Polsce sprzedaż detaliczna nadal słaba.

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

17 lipca 2023



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



W skrócie

- Rozpoczynający się tydzień przyniesie publikacje czerwcowych danych makro z krajowej gospodarki. Pozwolą one przybliżyć się do odpowiedzi na pytanie, czy spadek PKB w ujęciu rocznym pogłębił się w 2kw23, czy może jednak wynik był lepszy niż $-0,3\%/r$ w 1kw23. Nadzwyczajna i zaskakująca zmienność odsezonowanych danych kwartalnych utrudnia ocenę trendów gospodarczych, jednak w przypadku gorszych od naszych oczekiwań danych o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej może się okazać, że dołek obecnego cyklu dekonjunktury przypadł właśnie na 2kw23.
- Uważamy, że produkcja przemysłowa w czerwcu spadła (w ujęciu r/r) piąty miesiąc z rzędu. Czerwcowy PMI sugeruje dalsze pogorszenie nowych zamówień, zwłaszcza z Niemiec. Może to oznaczać, że niska aktywność przetwórstwa będzie widoczna także w kolejnych miesiącach. W strukturze produkcji pozytywnym był utrzymujący się wzrost produkcji dóbr kapitałowych, dający nadzieję na wzrost inwestycji w 2kw23.
- Wzrost nominalnych płac stabilizuje się na niskich dwucyfrowych poziomach, a presja na wzrost wynagrodzeń utrzymuje się pomimo słabszej konjunktury. Sprzyja temu napięty rynek pracy (ograniczona podaż), wyższe ceny towarów i usług oraz dynamiczny wzrost płacy minimalnej. W 2024 rząd proponuje średnioroczną podwyżkę płacy minimalnej o ponad 20%. Popyt na pracowników ze strony niektórych sektorów przetwórstwa obniżył się, ale w warunkach rekordowo niskiego bezrobocia zasoby potencjalnych pracowników pozostają ograniczone, co sprzyja wzrostom płac.

Kalendarz makroekonomiczny

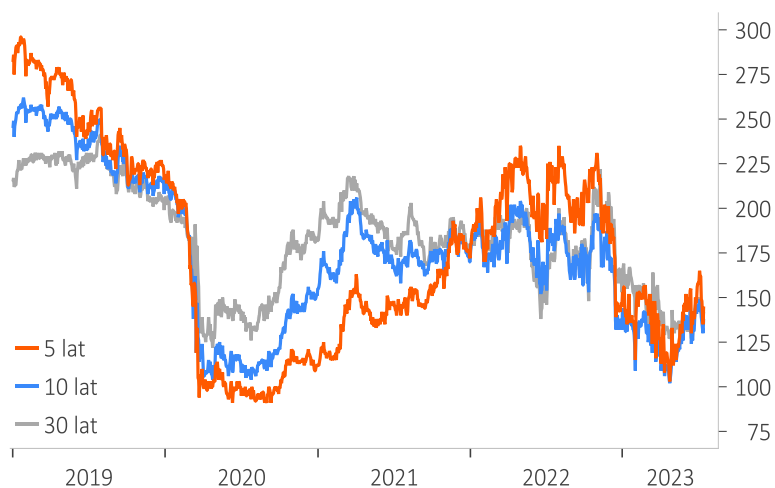
| Data | Kraj | Godzina | Wydarzenie | Okres | Prognoza ING | Konsensus | Poprzednio |
|--------|--------|------------|---------------------------|----------------------------|--------------|-----------|------------|
| 18 VII | USA | 14:30 | Sprzedaż detaliczna m/m | VI | 0,7% | 0,5% | 0,3% |
| | | 15:15 | Produkcja przemysłowa m/m | VI | 0,1% | 0,1% | -0,2% |
| 19 VII | UK | 8:00 | CPI r/r | VI | 8,1% | - | 8,7% |
| | | | Inflacja bazowa r/r | VI | 7,0% | - | 7,1% |
| | | Stref euro | 11:00 | HICP r/r – dane ostateczne | VI | 5,5% | 5,5% |
| 20 VII | Polska | 10:00 | Produkcja przemysłowa r/r | VI | -2,2% | -1,6% | -3,2% |
| | | | Płace r/r | VI | 12,1% | 12,1% | 12,2% |
| | | | Zatrudnienie r/r | VI | 0,4% | 0,4% | 0,4% |
| 21 VII | Polska | 10:00 | Sprzedaż detaliczna r/r | VI | -5,5% | -5,0% | -6,8% |
| | USA | 16:00 | Sprzedaż nieruchomości | VI | 4,2mln | 4,2mln | 4,3mln |

Rynki walutowe – €/US\$ na razie w trendzie bocznym.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

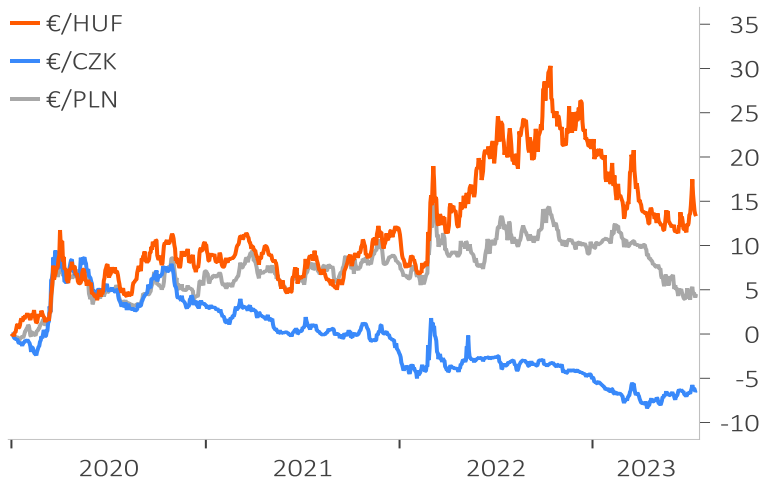


€/US\$:

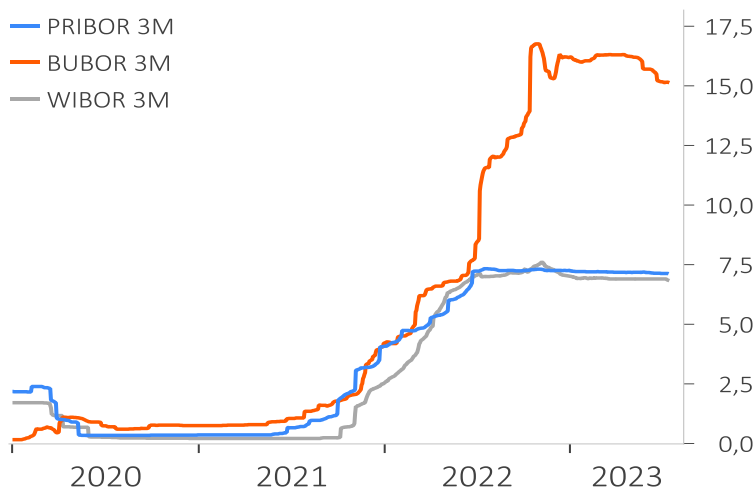
- W ubiegłym tygodniu sytuację na rynkach zdeterminował głębszy od oczekiwań spadek inflacji (konsumenckiej i produkcyjnej) w USA. Inwestorzy nie wierząc w podwyżkę stóp Fed we wrześniu sprzedawali dolara. Kurs €/US\$ wzrósł ponad 1,12, najwyżej w tym roku. Para wróciła do poziomów z początku 2022.
- W tym tygodniu uwagę rynków znów skupią dane z USA, przede wszystkim jutrzejsza sprzedaż detaliczna. Potem poznamy m.in. wyniki z rynku nieruchomości. Spodziewamy się wyników lepszych od oczekiwań. Naszym zdaniem przełoży się to na odbudowę oczekiwań na wrześniową podwyżkę stóp Fed i korektę po ostatnim wzroście €/US\$. Naszym zdaniem kurs może się zbliżyć do 1,10, ale prawdopodobnie nie niżej.
- Od strony technicznej, kurs oparł się o górny zakres pasma Bollingera. To często okazja dla krótkoterminowych inwestorów do zajmowania pozycji na korektę. Musi jednak pojawić się sygnał, że mocny trend na osłabienie dolara na razie się wyczerpał.
- Utrzymujemy nasze prognozy zakładające dalsze osłabienie dolara wobec euro w 2pół23 i 2024. Fed rozpoczął podwyżki stóp wcześniej niż EBC i najprawdopodobniej także szybciej rozpocznie obniżki. Ryzyko dla wzrostu €/US\$ ponad 1,15 jest jednak duże. Ostatnie dane ze strefy euro na ogół rozczarowały i tworzy to niepewność co do dalszych podwyżek stóp EBC. Kluczowy z punktu widzenia Fed rynek pracy pozostaje natomiast mocny.

Rynki walutowe – €/PLN może pogłębić dołki.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

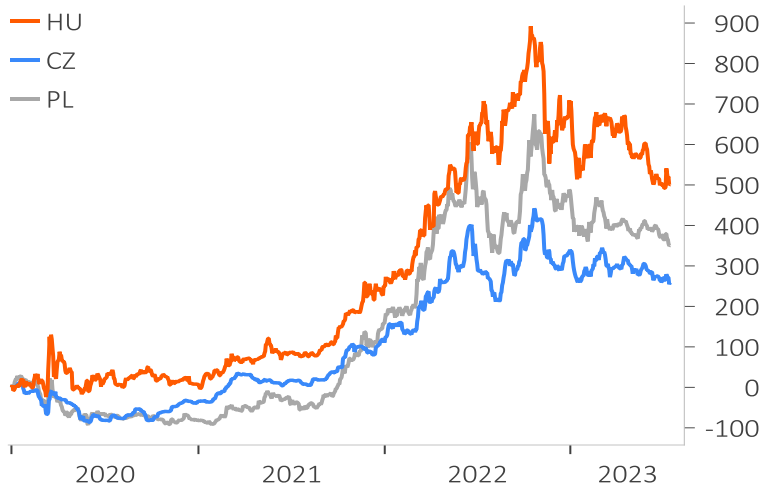


€/PLN:

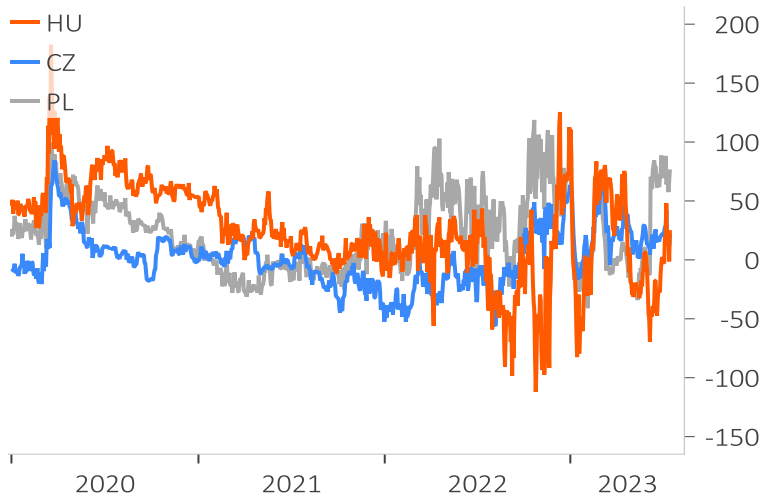
- Zeszłotygodniowy wzrost €/US\$ nie przełożył się na dalsze umocnienie złotego – kurs €/PLN nie był w stanie pogłębić tegorocznych dołków (okolice 4,42). Dziś rano para oscylowała przy 4,45. Złoty od tygodnia traci też na tle regionu, np. HUF, co sugeruje, że wiara rynków w dalsze umocnienie PLN słabnie.
- W tym tygodniu widzimy raczej ryzyko powrotu €/PLN bliżej 4,50. Do sprzedaży złotego zachęca brak pozytywnej reakcji PLN na osłabienie dolara w ubiegłym tygodniu. Nie pomogą też publikowane w tym tygodniu dane (argument za poluzowaniem polityki NBP), choć to efekt zdecydowanie drugorzędny. Technicznie ruch pary w górę powinien się zakończyć w okolicach 4,50.
- Zejście €/PLN istotnie poniżej 4,40 staje się coraz mniej prawdopodobne. W tych okolicach popyt na złotego istotnie osłabł, chociaż inne waluty CEE się umacniały. 4,30 to poziom opłacalności krajowego eksportu i im bliżej tych okolic, tym mniejsza motywacja Ministerstwa Finansów żeby wymieniać środki w walutach obcych na rynku.
- Według naszych szacunków złoty jest już przewartościowany wobec euro (vide wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). To także powinno zniechęcać do zakupów PLN, mimo ogólnie pozytywnego nastawienia inwestorów do aktywów z regionu CEE.

Rynek długu – SPW mogą kontynuować umocnienie.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Spadek oczekiwań na podwyżki stóp Fed spowodował przesunięcie amerykańskiej krzywej o mniej więcej 20pb w dół w ubiegłym tygodniu. Za tym o około 15pb umocnił się Bund, ale już niemieckie 2latki zyskały tylko 5-6pb. Przekonanie rynku o kolejnych podwyżkach stóp EBC jest mocniejsze niż w przypadku Fed.
- Krajowa 10latka w ubiegłym tygodniu zyskała w podobnej skali do rynków bazowych. Na krajowym krótkim końcu spadek wyniósł jednak ponad 40pb, a krzywa wycenia zdecydowanie więcej obniżek stóp w tym roku niż forward guidance NBP (mniej niż 100pb).
- W naszej ocenie publikowane w tym tygodniu dane (przede wszystkim sprzedaż detaliczna z USA) zatrzymają spadki rentowności na rynkach bazowych. Mocny wynik sprzedaży detalicznej i bardzo dobre nastroje amerykańskich konsumentów (poznaliśmy dane w piątek) powinny wyhamować oczekiwania na szybkie obniżki stóp w USA. Także ryzyko wrześniejszej podwyżki stóp Fed jest naszym zdaniem zdecydowanie większe niż wycenia rynek.
- Zachowanie SPW w tym tygodniu powinno głównie zależeć od rynków bazowych. Dane z kraju (m.in. sprzedaż detaliczna, czy produkcja przemysłowa) prawdopodobnie wpiszą się w scenariusz obniżek stóp NBP, ale rynek i tak wycenia zdecydowanie więcej niż sugerował prezes NBP. Na razie nie zapowiada się jednak na dużą przecenę SPW, bo popyt z kraju i zagranicy jest mocny. W kraju nadal widać duży popyt na dług od podmiotów niefinansowych. Z kolei zagranica jest ogólnie pozytywnie nastawiona do aktywów CEE.

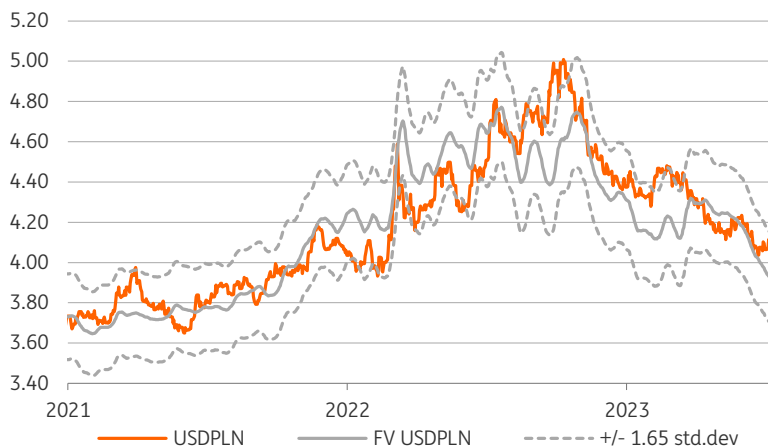
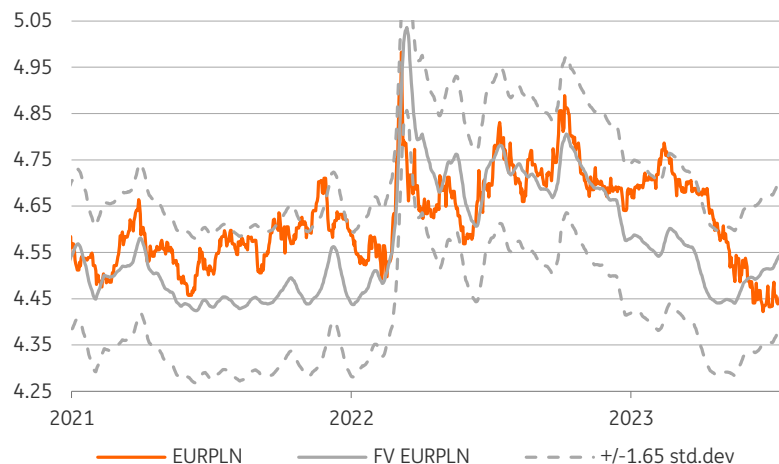
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

| | lip 23 | sie 23 | wrz 23 | paź 23 | lis 23 | gru 23 | sty 24 | lut 24 | mar 24 | kwi 24 | maj 24 | cze 24 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| US\$/PLN | 4.07 | 4.02 | 3.90 | 3.88 | 3.86 | 3.77 | 3.79 | 3.80 | 3.73 | 3.75 | 3.77 | 3.79 |
| €/PLN | 4.43 | 4.42 | 4.41 | 4.42 | 4.44 | 4.45 | 4.46 | 4.47 | 4.48 | 4.49 | 4.51 | 4.52 |
| CHF/PLN | 4.58 | 4.59 | 4.59 | 4.59 | 4.59 | 4.59 | 4.59 | 4.58 | 4.58 | 4.59 | 4.59 | 4.59 |
| GBP/PLN | 5.07 | 5.04 | 5.01 | 5.01 | 5.00 | 5.00 | 5.02 | 5.03 | 5.05 | 5.07 | 5.09 | 5.11 |

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu sugerują, że poziom równowagi w ostatnim nadal lekko rósł – m.in. z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp w Polsce (więcej niż sugerowało forward guidance prezesa NBP, poniżej 100pb). Wygląda na to, że rynek przestał wyceniać jakiegokolwiek ryzyka związane np. z wyrokiem TSUE, a skupia się na nadwyżce handlowej Polski czy relatywnie wysokich stopach NBP oraz nadziejach na uruchomienie KPO zaraz po wyborach.



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

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E 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 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.