

Tygodnik ING

W tym tygodniu podwyżki stóp Fed i EBC, ale koniec cyklu jest bliski. W 2kw23 krajowa koniunktura nadal słaba.

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

25 lipca 2023



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



W skrócie

- Tydzień rozpoczyna się od wstępnej publikacji PMI za lipiec na głównych rynkach. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami PMI ze strefy euro wypadły blado, gorzej niż w czerwcu. Uwagę zwraca dalszy spadek koniunktury w przemyśle z już bardzo słabych poziomów (z 43,4 na 42,7pkt. w strefie euro i poniżej 40pkt. dla Niemiec). Dołącza do niego niestety sektor usług (spadek z 52,0 na 51,1pkt.).
- W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie jednak skupiona na środowej decyzji Fed i czwartkowej EBC, obydwie banki podniosą zapewne stopy procentowe o 25pb, do odpowiednio 5,25-5,50% (stopa Fed) oraz 3,75% (stopa depozytowa EBC). Będzie to wynikać z danych, w szczególności wciąż podwyższonej presji na inflację bazową i retoryki członków Fed (m.in. Powell, Waller, Barkin) i EBC (m.in. Lagarde, Knot, Nagel) wskazującej na konieczność podwyżki w lipcu.
- Podwyżka w USA będzie ostatnią w obecnym cyklu, w Eurolandzie o kolejnej bardziej dyskusyjnej podwyżce we wrześniu przesądzą wakacyjne dane o aktywności gospodarczej-ECB wciąż jest nadmiernie optymistyczne ws PKB. W piątek odbędzie się posiedzenie Banku Japonii (spodziewany brak zmian stóp, obecna wynosi -0,1%, niewielkie zmiany w polityce kontroli rentowności obligacji).
- W kraju poznaliśmy już w zasadzie pełen zestaw danych miesięcznych za 2kw23. Spadki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym były głębsze niż w 1kw23, a wzrost produkcji budowlanej wolniejszy. Sugeruje to, że roczne tempo PKB w 2kw23 nie odbiegało istotnie od -0,3%/r obserwowanego w 1kw23. W całym 2023 nadal liczymy na wzrost PKB w okolicach 1%, przy czym dominują ryzyka w dół. Zastanawiamy się czy gospodarka europejska (i polski eksport) w 2poł23 będą tak słabe jak pokazują lipcowe PMI czy przeciwnie mocna poprawa dochodów gospodarstw domowych i wygasanie szoków z przełomu 22-23 pozwolą uniknąć recesji w Eurolandzie, w 2poł23. To ważne dla utrzymania dodatniego wkład eksportu netto do PKB, w Polsce.

Kalendarz makroekonomiczny

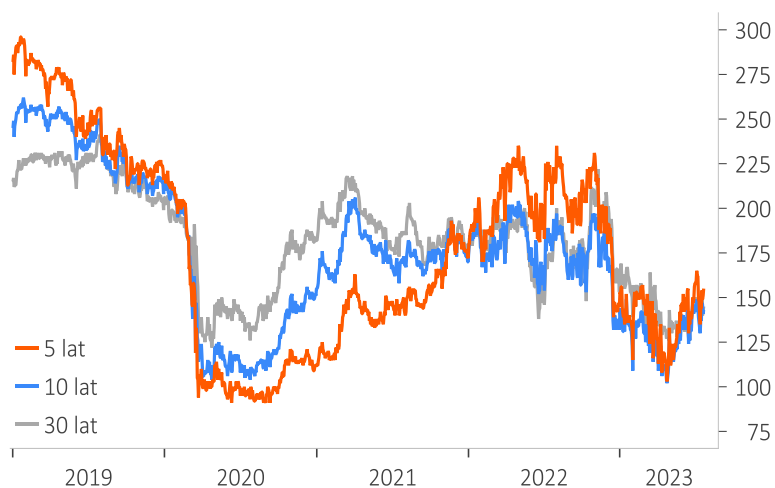
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
25 VII	Niemcy	10:00	Wskaźnik koniunktury Ifo	VII	88,1pkt.	87,9pkt.	88,5pkt.
	Polska	10:00	Stopa bezrobocia	VI	5,0%	5,0%	5,1%
	USA	16:00	Nastroje gospodarstw domowych	VII	113,0pkt.	112,0pkt.	109,7pkt.
26 VII	USA	20:00	Decyzja FOMC		5,50%	5,50%	5,25%
27 VII	Strefa euro	14:15	Decyzja EBC		4,25%	4,25%	4,00%
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	II kw.	1,5%	1,8%	2,0%
28 VII	Niemcy	14:00	CPI r/r – dane wstępne	VII	6,4%	6,2%	6,4%
	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	VI	0,2%	0,2%	0,3%

Rynki walutowe – €/US\$ kontynuuje korektę.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

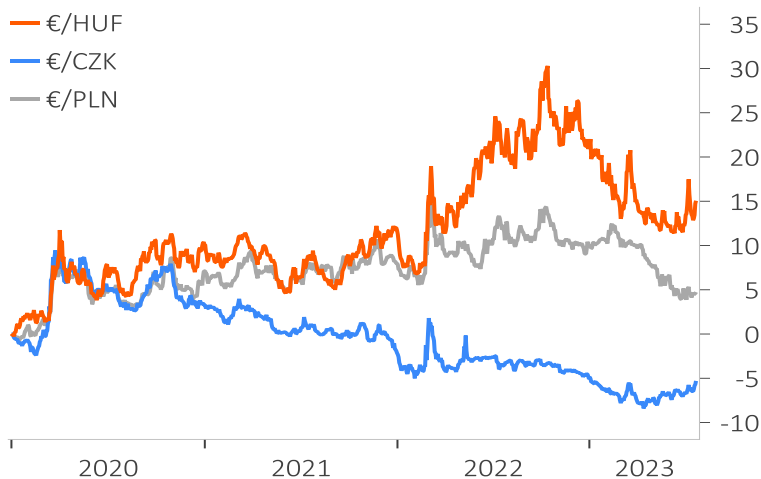


€/US\$:

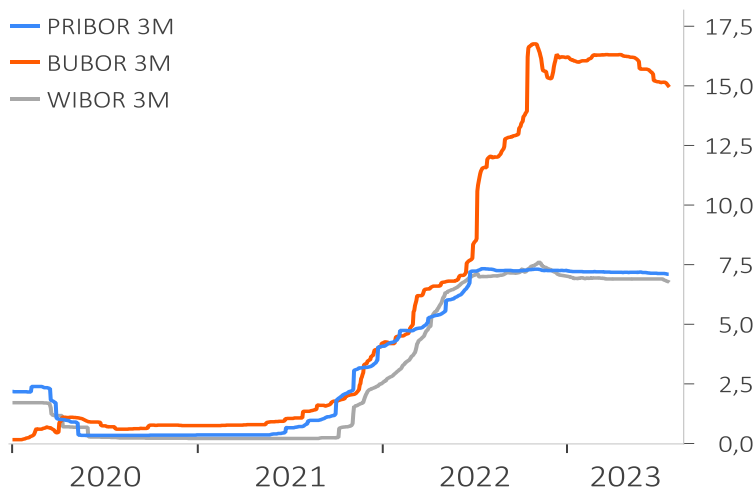
- W ubiegłym tygodniu nastąpiła korekta wzrostowa na €/US\$ po silnym osłabieniu dolara tydzień wcześniej. Sugerowały to m.in. wskaźniki techniczne, pokazujące, że ostatni skok €/US\$ do nowych tegorocznych szczytów był zbyt mocny. Para €/US\$ nie była jednak w stanie wrócić poniżej 1,11.
- W oczekiwaniu na decyzje Fed i EBC w dalszej części tygodnia spodziewamy się dalszego spadku €/US\$ z najbliższym technicznym poziomem docelowym w okolicach 1,10. Przemawiają za tym również dane nt pozycjonowania wskazujące popularność krótkich pozycji dolarowych wśród aktywnych inwestorów na rynku FX. Także wyniki danych koniunkturalnych (PMI) ze strefy euro ponownie rozczarowały (np. przemysłowy PMI w Niemczech spadł poniżej 40pkt.). Spodziewamy się także dość jastrzębiego przekazu z Fed.
- Niekoniecznie musi się to jednak przełożyć na duży ruch €/US\$ w dół, gdyż jastrzębi przekaz powinien dostarczyć również EBC dzień po Fed. Rynki finansowe czekają także, że wkrótce reszta świata dołączy do ożywienia w USA (słabe PMI z Eurolandem nie pomagają, ale nadzieje daje pro wzrostowy sygnał Politbiura z Chin).
- 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 nadal w konsolidacji.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

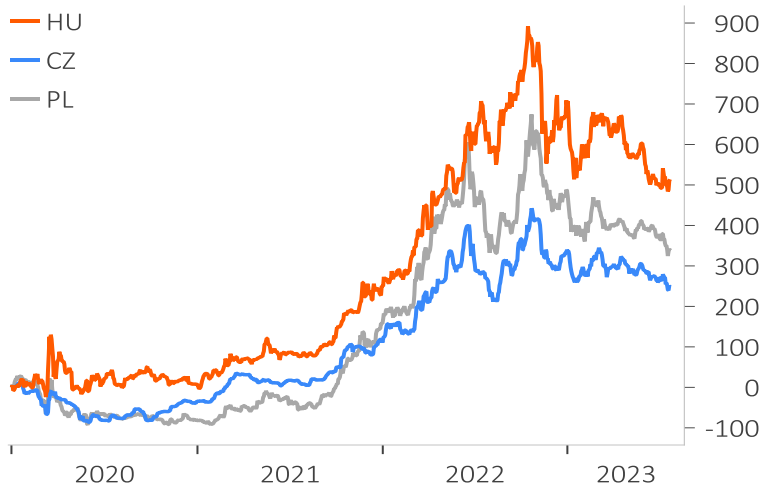


€/PLN:

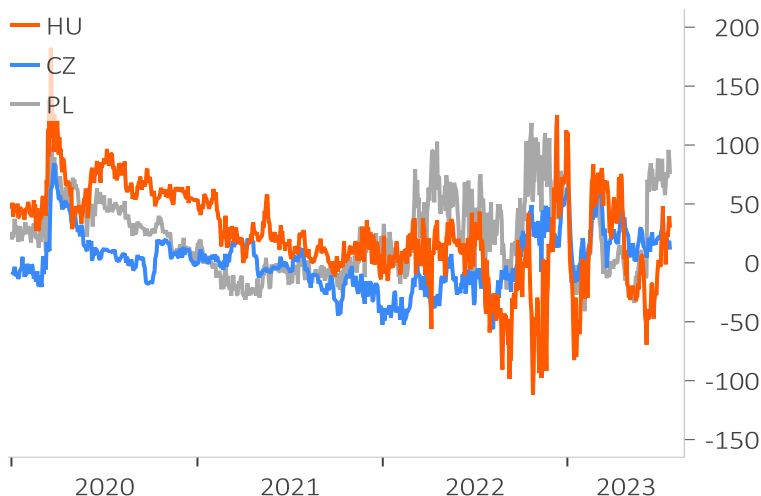
- Przez większą część ubiegłego tygodnia para €/PLN utrzymała się w trendzie bocznym (blisko 4,44), mimo umocnienia dolara. Złoty tradycyjnie stracił jednak tuż przed weekendem kiedy inwestorzy w ostatnim czasie zwykle zamykają długie pozycje na aktywach CEE. €/PLN nie był jednak w stanie wyłamać się ponad szczyty z połowy miesiąca (okolice 4,47).
- €/PLN zwykle po weekendzie powraca do spadku, gdyż inwestorzy ponownie otwierają długie pozycje na aktywach CEE, domykane przed weekendem.
- Jastrzębi przekaz z obu głównych banków centralnych w tym tygodniu powinien ograniczyć oczekiwania na obniżki stóp przez NBP. Dlatego do końca tygodnia para €/PLN powinna wrócić bliżej środka obecnej konsolidacji (okolice 4,44).
- Zejsście €/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 – Fed i EBC mogą przejściowo osłabić dług.

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



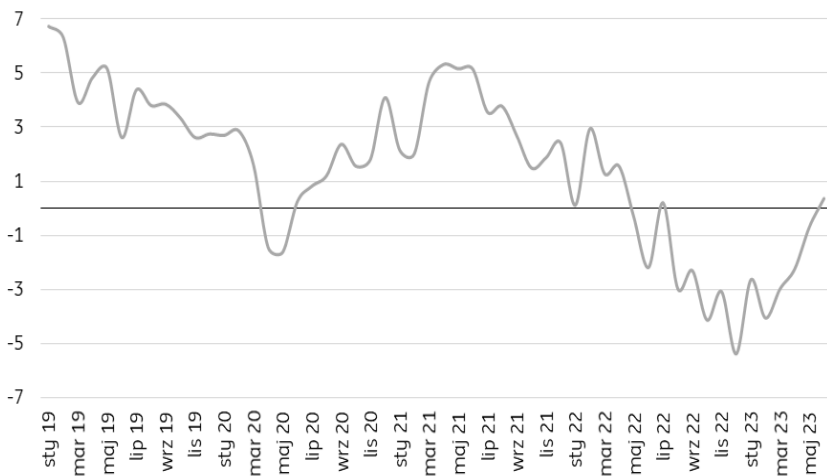
Asset swapy 10L w CEE od 2019



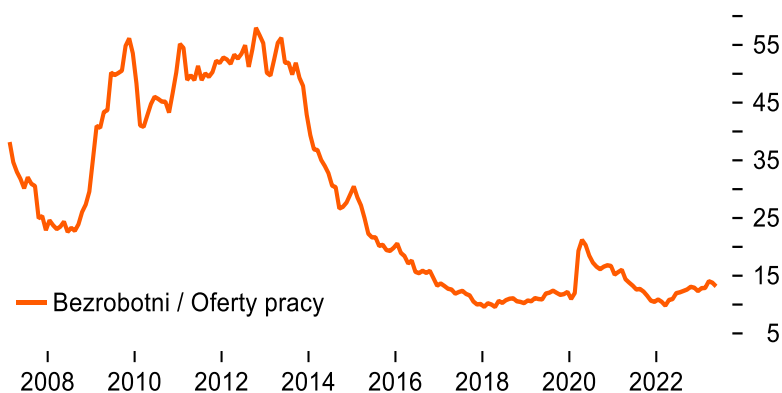
- W USA w ubiegłym tygodniu miało miejsce umiarkowane odbicie rentowności, od 5pb na długim końcu do niecałych 10pb na krótkim. W Niemczech rentowności przesunęły się jednak 3-5pb niżej. W kraju nastąpiła natomiast korekta wzrostowa (ponad 20pb) na krótkim końcu po silnych spadkach dochodowości w poprzednich tygodniach. Długie SPW lekko (około 7pb) umocniły się w ślad za Bundem.
- Ten tydzień będzie prawdopodobnie dla rynków obligacji kluczowy. Inwestorzy liczą, że po podwyżce w lipcu Fed może zakończyć swój cykl zacieśnienia polityki pieniężnej, ECB zapowiada jeszcze podwyżkę we wrześniu, ale jeżeli kolejne dane nie przyniosą poprawy koniunktury wówczas podwyżka po wakacjach stanie pod znakiem zapytania. Stoi to w sprzeczności z dotychczasowym jastrzębim forward guidance obu instytucji. Doniesienia prasowe także wskazują na jastrzębi ton z Fed. Dlatego rozkład ryzyk sugeruje raczej większe szanse na jastrzębie zaskoczenia i niewielki wzrost rentowności, połączony ze spłaszczeniem krzywych. Jest to jednak już praktycznie koniec podwyżek w USA i strefie euro, więc spadki rentowności mogą powrócić dość szybko.
- Przez większą część tygodnia SPW powinny śledzić zachowanie rynków bazowych. Po dużych spadkach rentowności SPW w pierwszej połowie miesiąca widzimy pole do ich technicznego odbicia, szczególnie gdyby komentarze Fed i EBC ograniczyły oczekiwania na obniżki stóp w kraju. Pod koniec tego tygodnia uformuje się jednak konsensus na lipcowe dane z Polski. Najprawdopodobniej dominującym trendem pozostanie dezinflacja i ciągle dość słaba koniunktura. Dlatego na przełomie tygodnia nie wykluczamy ponownego umocnienia SPW, szczególnie na krótkim końcu

Koniunktura w VI: rynek pracy hamuje, ale płace wysokie.

Realne wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%r/r)



Nadal dużo ofert pracy na bezrobotnego



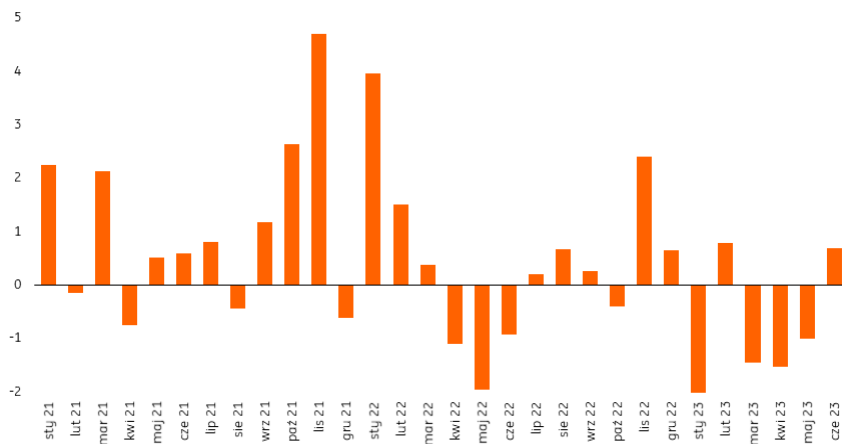
Poniżej przedstawiamy naszą ocenę miesięcznych danych o aktywności gospodarczej za czerwiec i ich implikacje dla tegorocznego wzrostu gospodarczego

Rynek pracy w VI

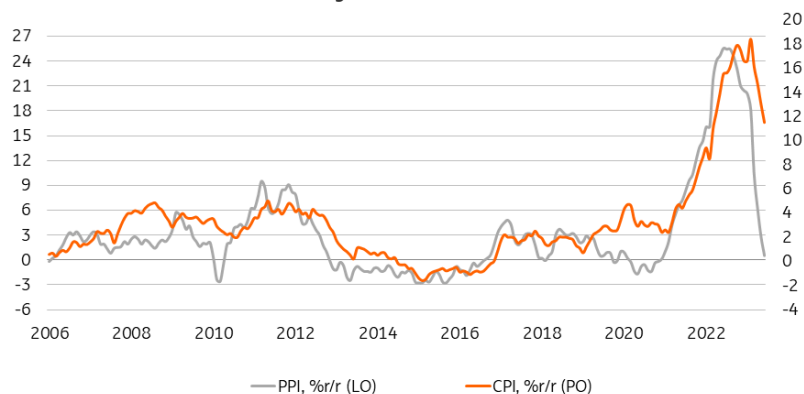
- W VI przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się o 11,9%r/r wobec 12,2%r/r w maju. Natomiast przeciętne zatrudnienie zwiększyło się zaledwie o 0,2%r/r, przed miesiącem 0,4%. W ciągu miesiąca ubyło prawie 5tys. miejsc pracy.
- Sytuacja na rynku pracy pozostaje napięta, choć widać symptomy spowolnienia. Chociaż zatrudnienie nieznacznie się obniżyło w ostatnich miesiącach, to poziom bezrobocia pozostaje niski. Co więcej, pojawiają się informacje, że rozpoczął się odpływ Ukraińców. Popyt na pracowników ze strony niektórych sektorów przetwórstwa obniżył się, ale w warunkach rekordowo niskiego bezrobocia zasoby potencjalnych pracowników pozostają ograniczone.
- Mimo spadku inflacji i pogorszenia koniunktury wzrost nominalnych płac stabilizuje się. W czerwcu realne wynagrodzenia zwiększyły się po raz pierwszy od lipca 2022. Stosunkowo wysoki wzrost płac prawdopodobnie utrzyma się w kolejnych miesiącach. Obok niskiego bezrobocia, wesprze go podwyżka płacy minimalnej o ponad 20% w 2023. Biorąc pod uwagę oczekiwany dalszy spadek inflacji, realny wzrost wynagrodzeń powinien. Oznacza to, że w 2pół23 najprawdopodobniej dojdzie do odbicia wydatków konsumpcyjnych po słabym 1pół23. Biorąc jednak pod uwagę hamowanie zatrudnienia i potencjalny odpływ uchodźców, wzrosty te mogą okazać się ograniczone.

Koniunktura w VI: słaby przemysł, inflacja PPI hamuje.

Produkcja przemysłowa (%/r)



Inflacja PPI i CPI (%/r)

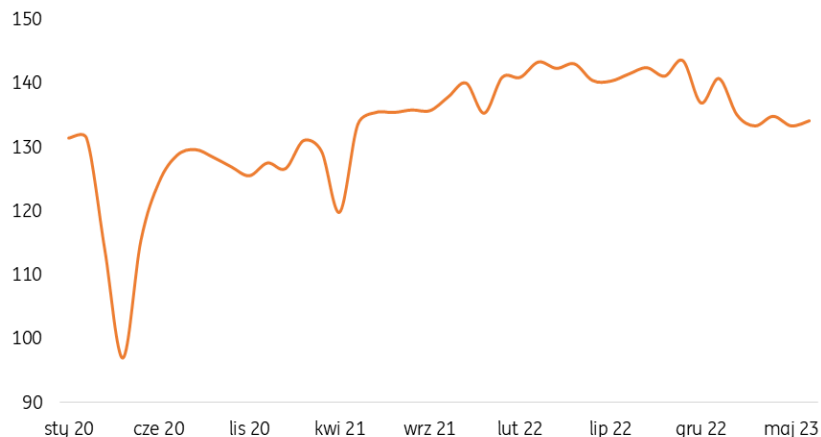


Produkcja przemysłowa w VI

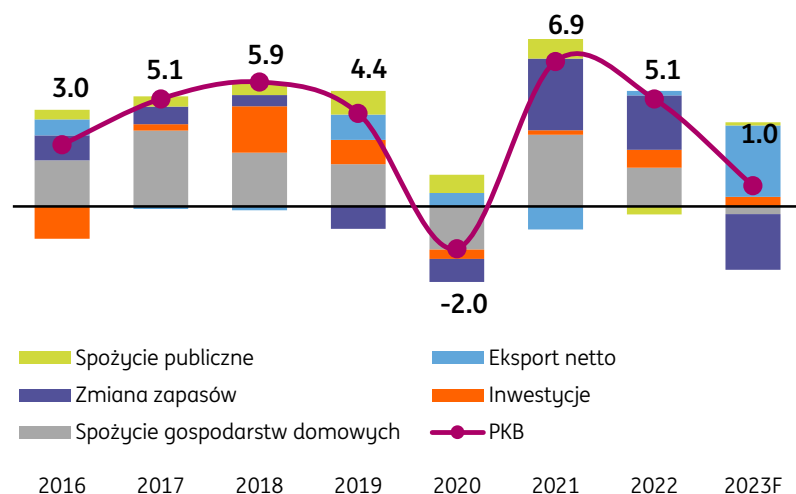
- Produkcja przemysłowa spadła w czerwcu o 1,4%/r, piąty miesiąc z rzędu. Dane odsezonowane wskazują jednak wzrost w ujęciu m/m, po spadkach w poprzednich trzech miesiącach. Produkcja w przetwórstwie obniżyła się o 0,7%/r, po spadku o 2,3%/r w maju. Najgłębsze spadki odnotowano w wydobywaniu węgla (-31,6%/r) i branży chemicznej (-20,4%/r). Na tym tle dobrze wyglądają branże eksportowe: produkcja samochodów (+19,7%/r), urządzeń elektrycznych (+9,7%/r), maszyn i urządzeń (+7,1%/r). Utrzymuje się wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych (+11,0%/r), co z optymizmem pozwala patrzeć na wyniki inwestycji.
- Inflacja PPI obniżyła się w czerwcu do 0,5%/r wobec 2,8%/r w maju (po rewizji). W porównaniu do maja ceny producentów spadły o 0,7m/m, a ceny w przetwórstwie o 0,6m/m. W przypadku przetwórstwa spadek poziomu cen obserwujemy od listopada ubiegłego roku.
- Utrzymuje się niska aktywność krajowego przemysłu, a PMI sugeruje dalszy spadek nowych zamówień w przetwórstwie. Widzimy jednak symptomy stopniowej stabilizacji. Dane za maj zostały zrewidowane z -3,3%/r do -2,8%/r, a czerwcowy wynik przemysłu okazał się nieco lepszy od naszych oczekiwań. Nieco lepszy od naszych oczekiwań okazał się także wynik produkcji budowlanej (+1,5%/r vs. ING: 0,0%/r). Możliwe, że w 2kw23 nadal mieliśmy do czynienia ze spadkiem PKB r/r (przedział prognoz to 0,0 do -0,3%/r), jednak wciąż zakładamy że druga 2poł23 powinna być nieco lepsza dla polskiej gospodarki. Liczymy na stopniową odbudowę konsumpcji i nieco mniejszy negatywny wpływ dostosowań zapasów na PKB.

Perspektywy na 2poł23: umiarkowane odbicie po 1poł23.

Sprzedaż detaliczna towarów (2015 = 100, SA)



Struktura wzrostu PKB Polski (%r/r)



Sprzedż detaliczna w VI

- Pierwszym sygnałem wskazującym, że konsumpcja jest blisko dna są dane o sprzedaży detalicznej towarów, która spadła w czerwcu o 4,7%/r/r (ING: -5,5%; konsensus: -5,0%), po spadku o 6,8% r/r w maju. Ale dane odsezonowane wskazują na wzrost sprzedaży o 0,6%/m/m, po spadku o ponad 1% w maju. Trend spadkowy utrzymuje natomiast implikowany deflator sprzedaży detalicznej, który obniżył się do 7,1%/r/r z 9,2%/r/r w maju.

Perspektywy PKB w 2poł23

- Znamy pełne dane miesięczne za 2kw23. Tempo produkcji przemysłowej, budowlanej i sprzedaży detalicznej r/r były niższe niż w 1kw23. Sugeruje to, że tempo PKB w 2kw23 było zbliżone do -0,3%/r/r z 1kw23. Prawdopodobnie pogłębiła się skala spadku konsumpcji. Obok taniejących surowców energetycznych, to jeden z głównych czynników dezinflacji.
- Krajowa gospodarka najprawdopodobniej osiągnęła dno cyklu w 1poł23 i w 2poł23 powinniśmy obserwować pewną poprawę, ale powolną. Kluczowy jest spadek inflacji i odbudowa realnej siły nabywczej konsumentów. Poprawia się też saldo wymiany z zagranicą. W całym 2023 nadal liczymy na wzrost PKB około 1% z ryzykiem w dół.
- Zastanawiamy się czy gospodarka europejska (i polski eksport) w 2poł23 będą tak słabe jak pokazują lipcowe PMI z Eurolandu, czy przeciwnie mocna poprawa dochodów gospodarstw domowych w tej gospodarce i wygasanie szoków z przełomu 22-23 pozwolą uniknąć recesji w Eurolandzie, w 2poł23. To ważne dla utrzymania dodatniego wkład eksportu netto do PKB, w Polsce.

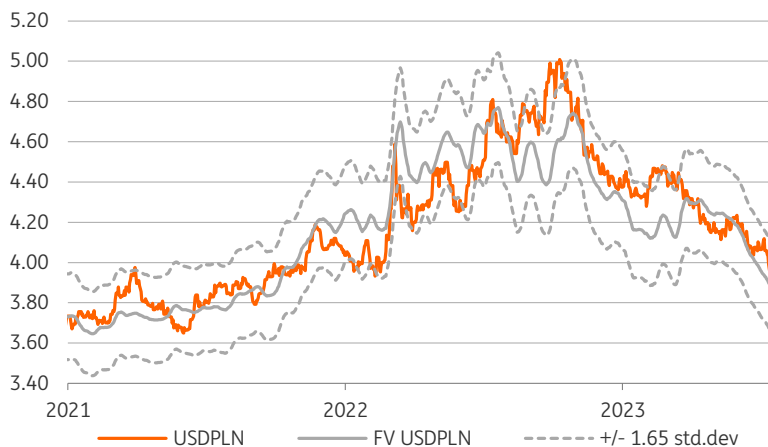
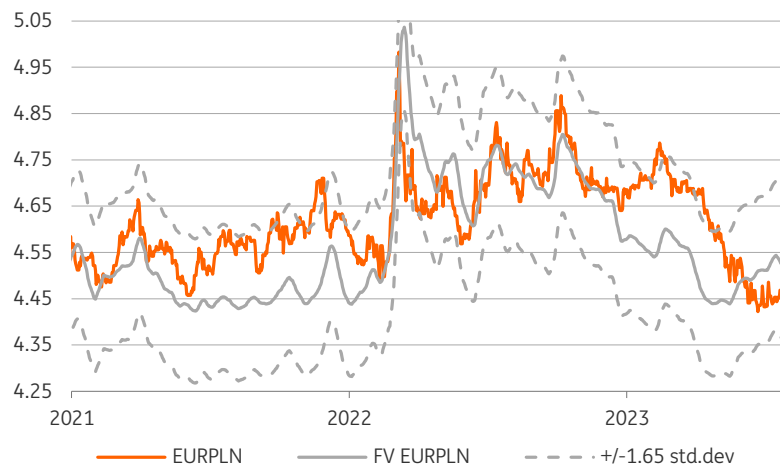
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
US\$/PLN	4.02	3.90	3.91	3.91	3.84	3.85	3.87	3.79	3.79	3.79	3.79	3.80
€/PLN	4.42	4.41	4.45	4.49	4.53	4.54	4.54	4.55	4.54	4.53	4.52	4.52
CHF/PLN	4.59	4.59	4.62	4.64	4.67	4.66	4.66	4.65	4.63	4.61	4.59	4.58
GBP/PLN	5.04	5.01	5.04	5.06	5.09	5.10	5.11	5.13	5.12	5.11	5.11	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 €/PLN w ostatnim nadal lekko rósł – m.in. z uwagi na agresywne oczekiwania na obniżki stóp w Polsce (więcej niż sugerowało forward guidance prezesa NBP). 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. Oczekiwania n szybkie obniżki stóp Fed sugerują pole do umocnienia do dolara.



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 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.