

Tygodnik ING

Słaby start krajowej gospodarki w 3kw23.

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

21 sierpnia 2023



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



W skrócie

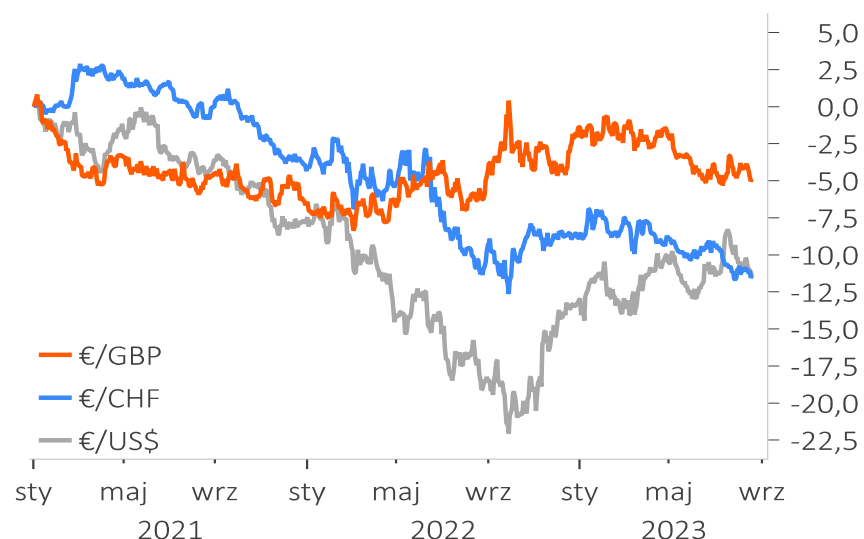
- Wydarzeniem tego tygodnia będzie prawdopodobnie sympozjum Fed w Jackson Hole. Rynek skupi się na wystąpieniu prezesa Fed Jerome'a Powella w piątek zaraz po 16:00 naszego czasu. Spodziewamy się utrzymania jastrzębiej retoryki i wzmianek o możliwości dokonania jeszcze jednej podwyżki stóp w tym cyklu. Naszym zdaniem, opóźnione skutki wyższych stóp procentowych i szybko zaostrzających się warunków udzielania kredytów oznaczają, że kolejna podwyżka nie będzie konieczna. Może być nawet ważniejsze, na ile skutecznie Powell będzie walczył z oczekiwaniami rynkowymi na szybkie obniżki stóp w USA.
- W środę poznamy wstępne PMI w strefie euro. Ponieważ wskaźniki stale spadały w ostatnich miesiącach, a zbiorczy wskaźnik PMI znajduje się obecnie znacznie poniżej 50 pkt, czyli poziomach sugerujących recesję, inwestorzy będą starać się ocenić czy perspektywy na 3kw23 wyglądają ponuro.
- Rozkład ryzyk sugeruje, że w drugiej połowie tygodnia kurs €/US\$ powinien podjąć próbę przełamania się poniżej 1,0850, choć szanse na powodzenie tego ruchu oceniamy poniżej 50%. Naszym zdaniem, oznacza to, że kurs €/PLN utrzyma się w trendzie bocznym, chociaż liczymy raczej na niewielkie pozytywne zaskoczenia danymi z kraju.
- Dziś GUS opublikował pierwsze dane ze sfery realnej za lipiec. Póki co start 3kw23 jest słaby, a ryzyka dla naszej prognozy na tegoroczny PKB (1%) są zdecydowanie skierowane w dół. Jutro poznamy resztę z najważniejszych danych z krajowej sfery realnej za lipiec, a więc sprzedaż detaliczną i produkcję budowlano-montażową. Spodziewamy się, że realna (tj. skorygowana o wzrost cen) sprzedaż detaliczna ponownie spadła względem 2022, choć nie tak mocno jak w czerwcu. Sytuacja wydaje się stabilizować, ponieważ powrócił realny wzrost płac. Oczekujemy jednak wyraźnej poprawy konsumpcji gospodarstw domowych w czwartym kwartale, gdy realna siła nabywcza gospodarstw domowych ulegnie dalszej poprawie.

Kalendarz makroekonomiczny

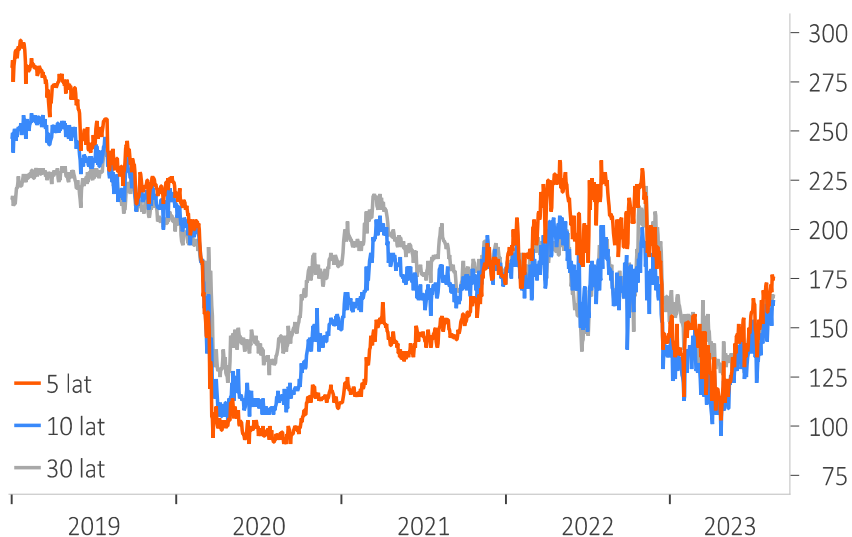
| Data | Kraj | Godzina | Wydarzenie | Okres | Prognoza ING | Konsensus | Poprzednio |
|---------|-------------|---------|--------------------------------|-------|--------------|-----------|------------|
| 22 VIII | Polska | 10:00 | Sprzedaż detaliczna r/r | VII | -3,1% | -3,8% | -4,7% |
| 23 VIII | Niemcy | 9:30 | PMI – przetwórstwo przemysłowe | VIII | 38,5pkt. | 38,6pkt. | 38,8pkt. |
| | | | PMI - usługi | VIII | 51,8pkt. | 51,5pkt. | 52,3pkt. |
| | Strefa euro | 10:00 | PMI – przetwórstwo przemysłowe | VIII | 42,5pkt. | 42,4pkt. | 42,7pkt. |
| | | | PMI - usługi | VIII | 50,7pkt. | 50,4pkt. | 50,9pkt. |
| 24 VIII | Polska | 10:00 | Stopa bezrobocia | VII | 5,0% | 5,0% | |
| 25 VIII | Niemcy | 10:00 | Wskaźnik koniunktury IFO | VIII | 87,1pkt. | 86,7pkt. | 87,3pkt. |
| | USA | 16:00 | Przemówienie J.Powell'a z FOMC | | | | |

Rynki walutowe – Próby zejścia €/US\$ poniżej 1,0850.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

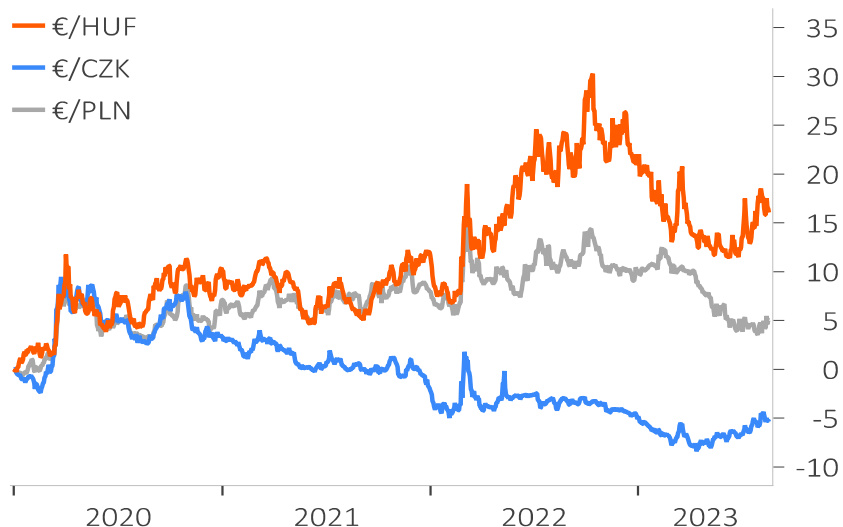


€/US\$:

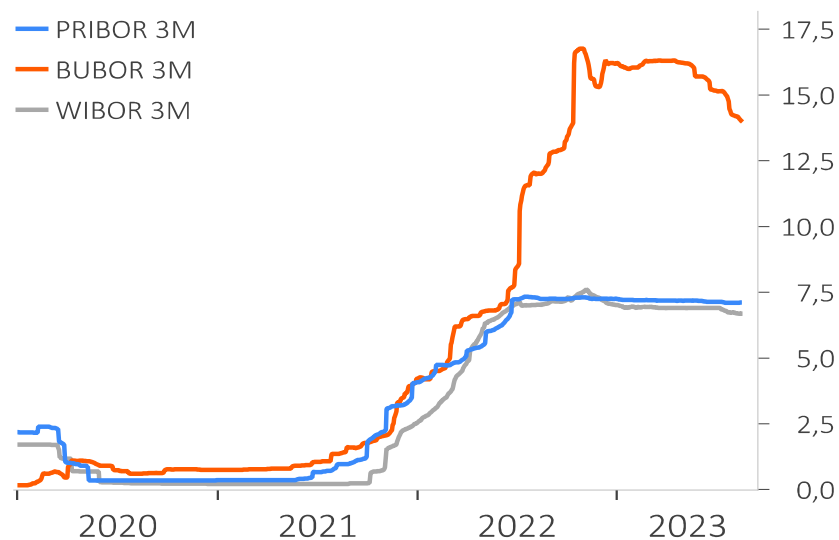
- Ubiegły tydzień przyniósł dalszy spadek €/US\$ z 1,0950 do 1,0880. Dolara wsparł wzrost oczekiwań na jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych Fed, czy utrzymujące się obawy o koniunkturę na rynkach wschodzących, szczególnie w Chinach. Kurs tylko na krótko zdołał przełamać się poniżej wsparcia na 1,0850.
- Na początku tygodnia para €/US\$ powinna utrzymać się w trendzie bocznym. Dziś i jutro nie ma ważniejszych danych z głównych gospodarek. W środę natomiast oczekujemy kolejnych słabych (choć bliskich oczekiwaniom) wyników koniunktury PMI z Europy. W piątek spodziewamy się natomiast jastrzębiego komentarza J.Powell'a z Fed podczas konferencji w Jackson Hole, przypominającego, że kolejna podwyżka w USA pozostaje prawdopodobna. Nie ustępują też obawy o koniunkturę w Chinach, szczególnie po informacjach, że ostatnie obniżki stóp mogły być zbyt małe aby wesprzeć tamtejszą gospodarkę. Dlatego w drugiej połowie tygodnia kurs €/US\$ powinien podjąć próbę przełamania się poniżej 1,0850, choć szanse na powodzenie tego ruchu oceniamy poniżej 50%.
- W 2pół23 i 2024 oczekujemy ponownego osłabienia dolara wobec euro. Fed rozpoczął podwyżki stóp wcześniej niż EBC i najprawdopodobniej także szybciej rozpocznie obniżki, szczególnie, że inflacja w USA szybko hamuje. Na koniec roku oczekujemy €/US\$ w okolicach 1,15, ale ryzyka dla tego scenariusza są raczej w dół. Ostatnie dane ze strefy euro na ogół rozczarowywały i tworzy to niepewność co do dalszych podwyżek stóp EBC, szczególnie wobec pewnego złagodzenia retoryki Rady Prezesów. Kluczowy z punktu widzenia Fed rynek pracy wciąż pozostaje mocny.

Rynki walutowe – €/PLN ciągle w trendzie bocznym.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

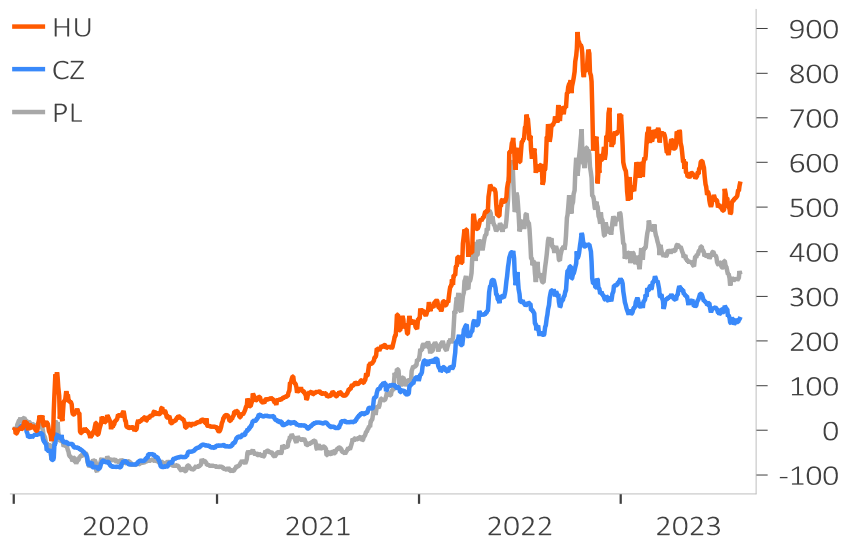


€/PLN:

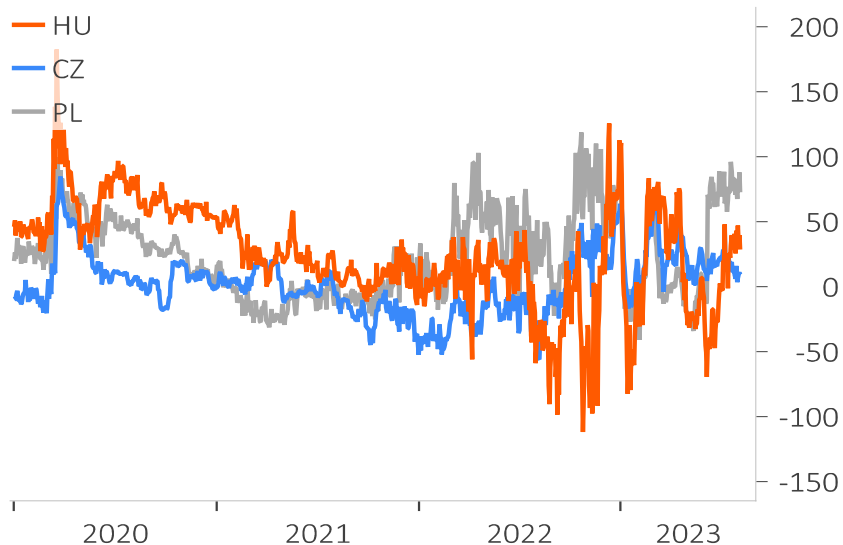
- Zachowanie €/PLN w ubiegłym tygodniu zdeterminowało umocnienie dolara i słaba płynność z uwagi na długi weekend w kraju. Kurs pod nieobecność inwestorów z kraju wzrósł z 4,44 prawie do 4,50, przy spadającym €/US\$. Wraz z powrotem inwestorów z kraju na rynek nastąpiła jednak korekta i ostatecznie para zakończyła tydzień blisko 4,46.
- Kurs €/PLN powinien zacząć tydzień tradycyjnie od spadku – inwestorzy powinni zwiększać długie pozycje na złotym po weekendzie. W skali tygodnia para powinna jednak utrzymać się w trendzie bocznym, wokół obecnych poziomów. Oczekujemy, że dane z kraju (np. produkcja przemysłowa) nie będą na tyle mocne, aby istotnie zmienić oczekiwania na obniżki stóp NBP. Dane z Europy i komentarze z Fed nie sugerują też szczególnie pozytywnego sentymentu dla walut CEE w najbliższych dniach.
- Według naszych szacunków złoty pozostaje przewartościowany wobec euro (vide wykresy z naszymi modelami na końcu Tygodnika). Naszym zdaniem będzie to hamować presję na spadek €/PLN poniżej 4,42-40. To także argument za większą korektą / wzrostem €/PLN, choć może do tego nie dojść przed końcem wakacji.
- W okresie wyborczym i po nim ryzyka dla złotego mogą wzrosnąć. Aktualne sondaże wskazują, że także po wyborach trudne może być przeforsowanie zmian legislacyjnych, które są potrzebne do odblokowania środków z Funduszu Odbudowy i bezproblemową absorpcję funduszy spójności. Spodziewamy się też stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego w kraju (rosnące płace realne), co może zmniejszyć nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski.

Rynek długu – Dalszy wzrost spreadu Treasuries do Bunda.

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



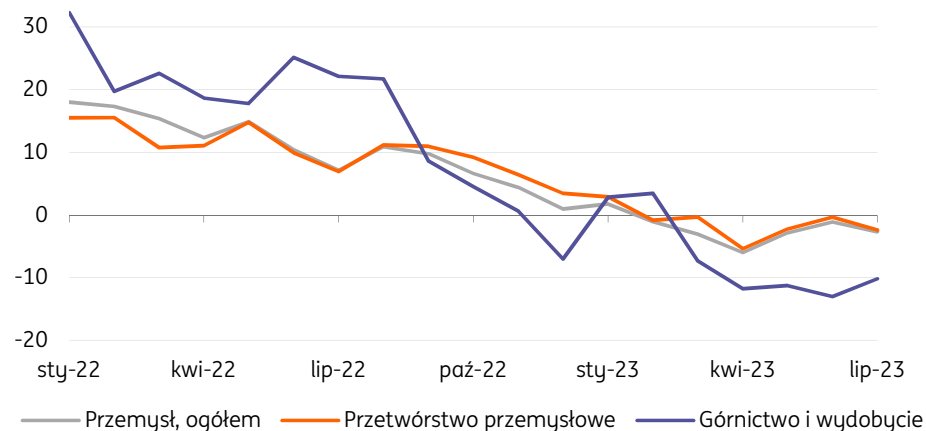
Asset swapy 10L w CEE od 2019



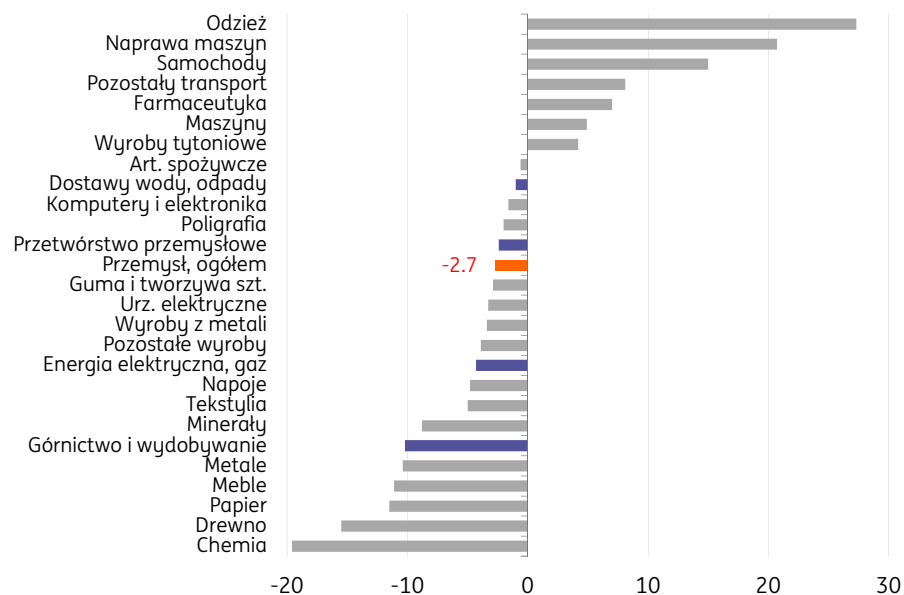
- Treasuries pozostały w ubiegłym tygodniu pod presją. Np. rentowność 10latki podniosła się o ponad 10pb, podczas gdy Bund zakończył tydzień praktycznie bez zmian. To efekt ww. rosnących oczekiwań na jeszcze jedną podwyżkę stóp Fed (i odsuwające się w czasie obniżki), ale prawdopodobnie również obaw o duże podaż Treasuries w okresie nowej „zimnej wojny”. Osłabiły się również SPW, np. blisko 20pb w przypadku 10latki. Odbęło się to jednak na znikomej płynności.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego wzrostu spreadu między krzywą amerykańską i niemiecką, choć w ograniczonej skali. Dane o PMI ze strefy euro powinny wpisać się w scenariusz dalszego pogorszenia koniunktury w głównych gospodarkach europejskich, gasząc przy tym oczekiwania na kolejne podwyżki EBC. Z kolei komentarze z FOMC (w tym szefa Komitetu) powinny hamować oczekiwania na szybkie obniżki stóp w USA. Nie widać też powodów, aby obawy o wyższe podaż Treasuries miały w najbliższym czasie wygasnąć.
- Na krajowym rynku spodziewamy się dalszego stromienia krzywej SPW. Sytuacja na rynkach bazowych sugeruje raczej wyższe rentowności na krajowym długim końcu. Na krótkim końcu krzywej, liczymy raczej na stabilizację. Dane z Polski (szczególnie w wiadomościach krajowych) powinny wpisać się w scenariusz szybkich obniżek stóp NBP, ale liczymy raczej na wyniki zbliżone lub lekko lepsze od oczekiwań. Dlatego nie zakładamy, aby rynek miał wyceniać więcej obniżek niż obecnie.

Produkcja przemysłowa i PPI poniżej oczekiwań w lipcu.

Produkcja przemysłowa i wybrane kategorie, zmiana r/r, %



Zmiany produkcji przemysłowej w lipcu w działach, r/r, %

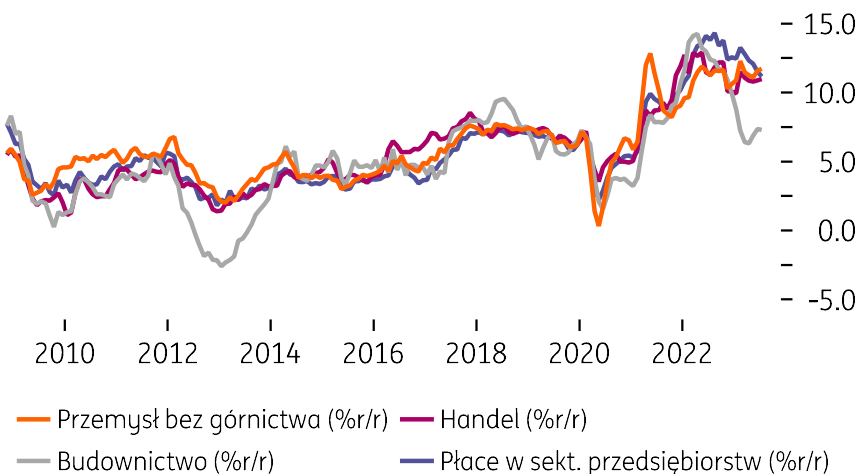


- Lipcowa produkcja przemysłowa spadła o 2,7%r/r, wyraźnie poniżej konsensusu (spadek o 0,6%). Spadki r/r we wszystkich 4 głównych grupach towarów, dwucyfrowy w górnictwie i wydobywanie o 10,2%r/r, w przetwórstwie o 2,4%. Deflacja cen producenta była głębsza od oczekiwań – w lipcu ceny PPI spadły o 1,7% r/r przy konsensusie -1,2%.
- Spadki produkcji przemysłowej w lipcu w ujęciu r/r odnotowano w 24 spośród 34 działów produkcji przemysłowej, najgłębsze w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (o 27,7%), wyrobów chemicznych (o 19,6%), wyrobów z drewna (o 15,5%), papieru (o 11,5%), metali (o 10,4%), pozostałych wyrobów niemetalicznych (o 8,8%). W 10 działach, w których nastąpił wzrost produkcji prym wiodły odzież (wzrost o 27,3%) naprawa maszyn i urządzeń (20,7%), pojazdy samochodowe (15%), pozostały sprzęt transportowy (8,1%) i maszyny i urządzenia (4,9%). Wzrost produkcji ciągnęły zatem sektory proeksportowe.
- Głęboki spadek cen producenta PPI w dużej mierze wynikał z efektu bazy statystycznej i wyraźnie niższych cen nośników energii niż rok temu, ale odzwierciedlał także słabość koniunktury w przemyśle. W ujęciu miesięcznym, ceny w polskim przetwórstwie spadają od listopada 2022, spodziewamy się, że deflacja PPI utrzyma się co najmniej do końca roku, co powinno ułatwić dalszy spadek inflacji CPI.
- Dostępne wskaźniki wyprzedzające (PMI, dane o nowych zamówieniach) nie sugerują szybkiej poprawy koniunktury w przemyśle. W tym tygodniu zostaną opublikowane wstępne PMI dla strefy euro i Niemiec za sierpień, nasze prognozy nie zakładają istotnej poprawy w stosunku do lipca. Przewidujemy, że produkcja przemysłowa w Polsce pozostanie na niskim poziomie w trzecim kwartale i doświadczy bardziej widocznego odbicia dopiero w 4kw23.

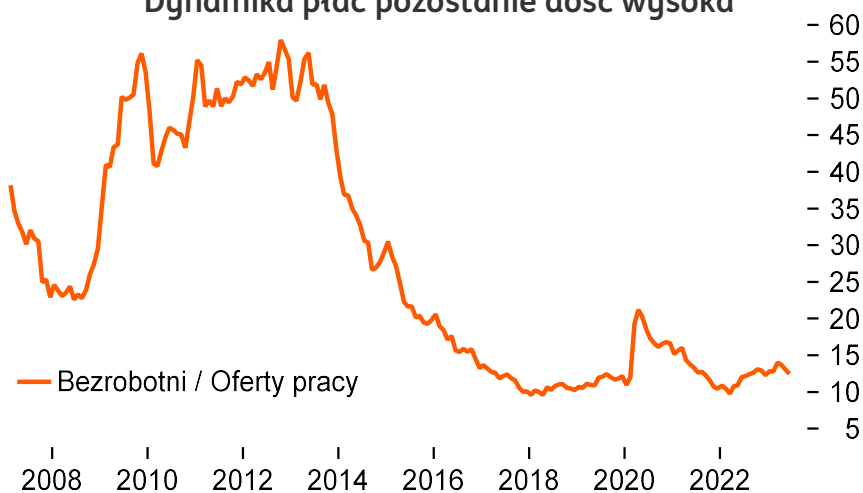
Źródło: GUS.

Kolejne symptomy schłodzenia na krajowym rynku pracy

Wynagrodzenia w Polsce wg branż



Ciągle bardzo dużo ofert pracy na zatrudnionego – Dynamika płac pozostanie dość wysoka



Źródło: Macrobond.

- W lipcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 10,4%/r, a więc słabiej niż w czerwcu (11,9%) i lekko poniżej oczekiwań (10,9%). To efekt wysokiej bazy odniesienia z lipca 2022, kiedy szereg branż (szczególnie górnictwo) wypłaciło wysokie premie, tworząc wysoką bazę odniesienia w 2023. W tym roku w lipcu różnica między wynagrodzeniami ogółem i bez wypłat z zysku jest niewielka (ponad 2 razy mniejsza jak rok temu). Według doniesień prasowych, górnictwo wypłaciło znów wysokie premie, co sugeruje, że słabo wypaść musiały pozostałe branże.
- Efekty słabnącej sytuacji na rynku pracy widać jednak w przypadku zatrudnienia. W sektorze przedsiębiorstw wzrosło ono w lipcu zaledwie o 0,1% r/r (zgodnie z konsensusem), wobec 0,2% przed miesiącem. Oznacza to wzrost etatów o około tysiąc w stosunku do czerwca, podczas gdy w poprzednich 2 latach było to 3 i 11 tys. Słabszą sytuację widać nadal w branżach przetwórczych, co prawdopodobnie powiązane jest z ogólnie słabą kondycją tych branż w Europie (szczególnie w Niemczech). Od tegorocznego szczytu zatrudnienia (w lutym), firmy zredukowały 13 tys. etatów, z czego 9 tys. w przetwórstwie przemysłowym.
- Niski wzrost zatrudnienia to jednak w dużym stopniu efekt pogarszającej się podaży pracy. Wynika to zarówno ze starzenia się społeczeństwa, jak i potencjalnego odpływu uchodźców z Ukrainy. Dlatego spodziewamy się, że stopa bezrobocia rejestrowanego utrzyma się na niskim poziomie, a płace utrzymają dwucyfrową dynamikę w najbliższych miesiącach. W połączeniu ze spadającą inflacją będzie to wspierać stopniowe odbicie wydatków konsumpcyjnych w kraju i w konsekwencji całego PKB po słabej 1pół23.

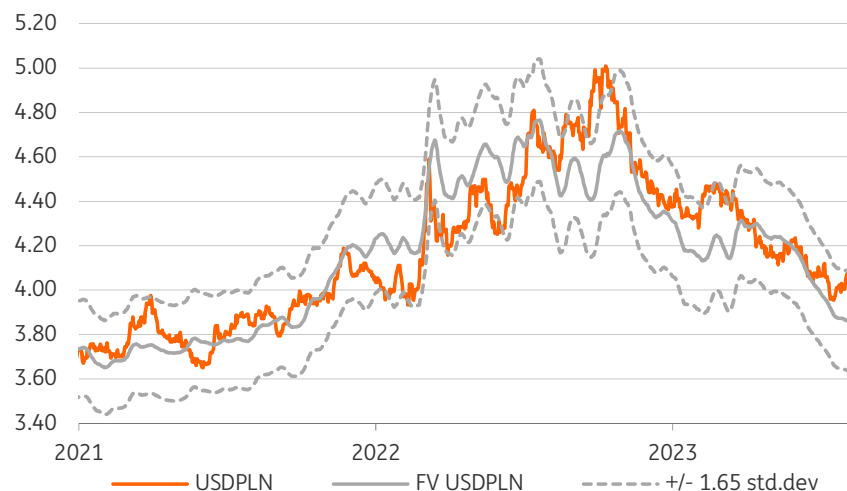
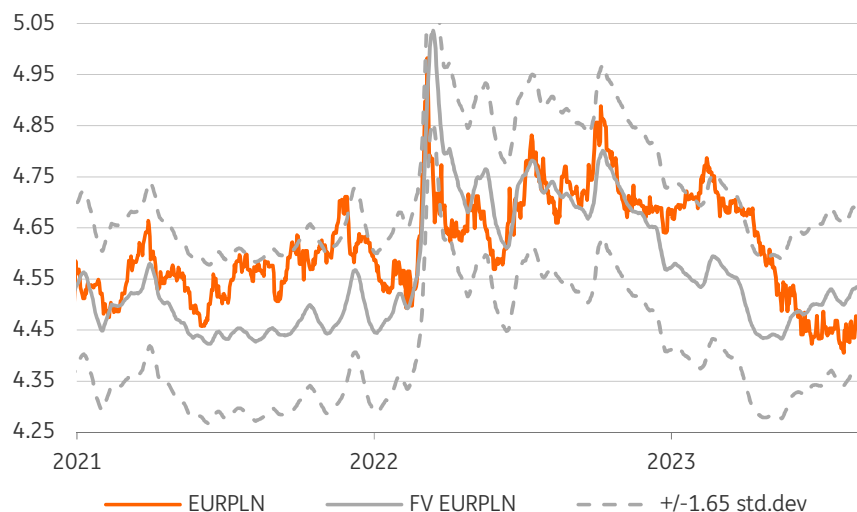
Prognozy walutowe.

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 na 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.