

Tygodnik ING

Uspokojenie na rynkach. 1kw24 niesie kontynuację odbicia w Polsce, ale w mizernym tempie na tle historii ostatnich dekad.

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

22 kwietnia 2024

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie

 [ING_EconomicsPL](https://www.ing.com.pl/ING_EconomicsPL)



W skrócie

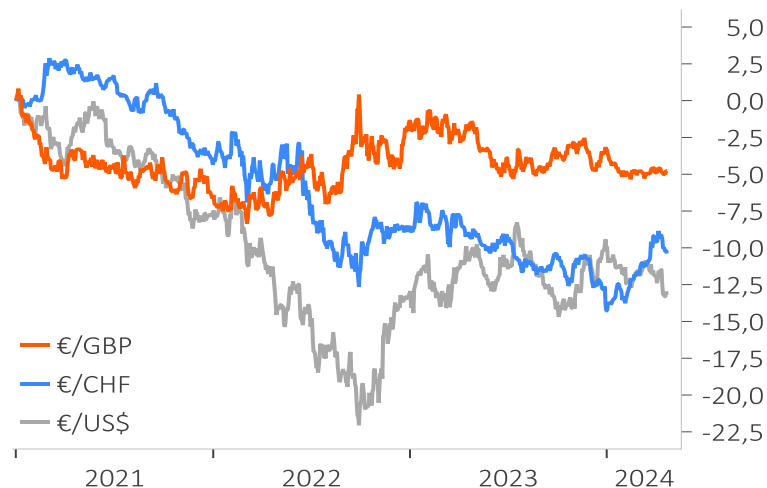
- O ile ubiegły tydzień przyniósł uspokojenie na rynkach światowych mimo napięć geopolitycznych, to bardzo nerwowo było na krajowym rynku. Zapowiedź, że środki z UE nie muszą być wymieniane na złote wywołała kolejną falę domykania długich pozycji w PLN. Kurs szybko dotarł do 4,37. Para jednak od tej pory wróciła do 4,30 i to mimo napięć geopolitycznych.
- Doświadczenia poprzednich okresów domykania pozycji na spadek €/PLN sugerują, że powinno po tym nastąpić ponowne wyraźne umocnienie złotego. Ruch zaczął się już w ubiegłym tygodniu, ale w tym powinien dotrzeć poniżej 4,30 (maksymalnie do około 4,26-27 w zależności od sytuacji na €/US\$). Nadal do końca kwartału widzimy €/PLN bliżej 4,20.
- Marcowe dane z krajowego przemysłu wypadły zdecydowanie rozczarowująco. Produkcja przemysłowa spadła w marcu o 6%/r/+3,3%/r w lutym. Taki spadek wynika z niekorzystnego układu kalendarza (dwa dni robocze mniej niż w 2023), ale niepokoi także struktura danych. Widzimy, że przedsiębiorstwa coraz mocniej odczuwają m.in. konkurencję z Azji, podczas gdy popyt ze strony głównych partnerów handlowych Polski jest ciągle relatywnie słaby.
- Z kolei produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 13,3% r/r, po spadku o 4,9%/r/r w lutym, co wiążemy z niższą aktywnością deweloperów mieszkaniowych oraz słabością inwestycji infrastrukturalnych.
- Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły aż o 12%/r. Tempo realnych płac utrzymuje się na najwyższym poziomie od końca lat 90-tych. Jednak marcowa sprzedaż detaliczna (wzrost tylko 6,1%/r) pokazuje, że Polacy wolno odchodzą od swojego oszczędnościowego nastawienia.
- Rozczarowujące marcowe dane ze sfery realnej skłoniły nas do rewizji prognozy wzrostu PKB w 1kw24 do 1,5%/r z 2,1%/r. W całym 2024 niezmiennie liczymy na wzrost gospodarczy o 3%. Widzimy wiele powodów do kontynuacji ożywienia, ale uruchomienie tych czynników może być hamowane przez np. zagrożenie wojenne za naszą wschodnią granicą.

Kalendarz makroekonomiczny

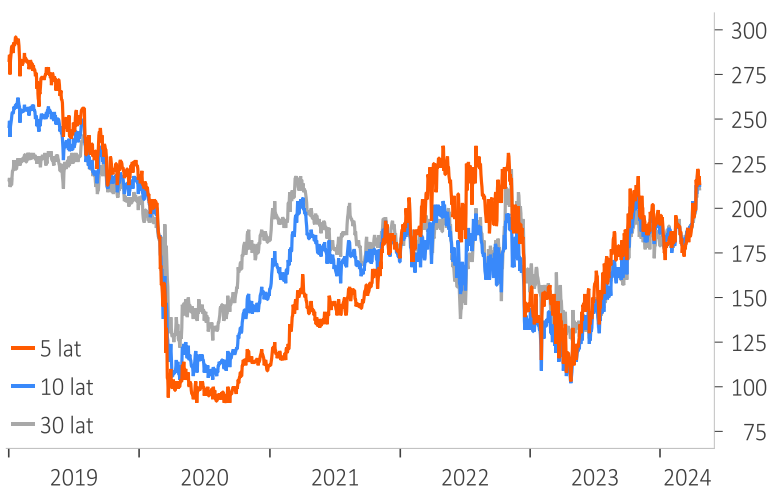
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
25 IV	Niemcy	10:00	Wskaźnik koniunktury Ifo	IV	88,9pkt.	88,9pkt.	87,5pkt.
	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR	I kw.	2,6%	2,1%	3,4%
26 IV	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE m/m	III	0,3%	0,3%	0,3%

Rynki walutowe – możliwy lekki wzrost €/US\$.

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



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

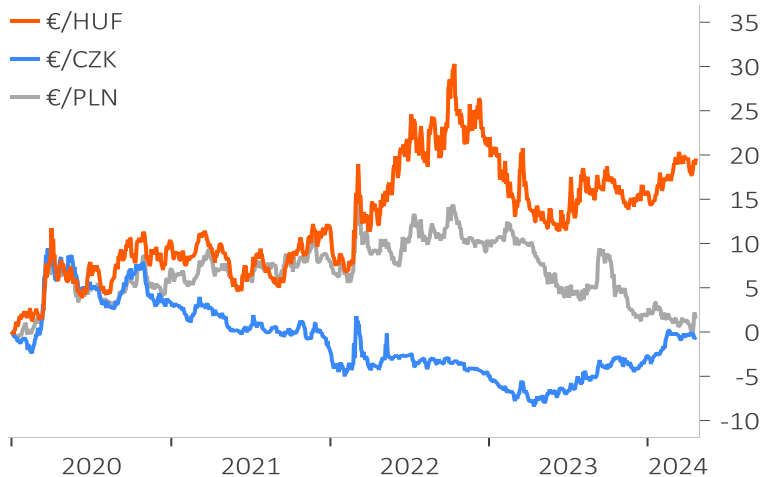


€/US\$:

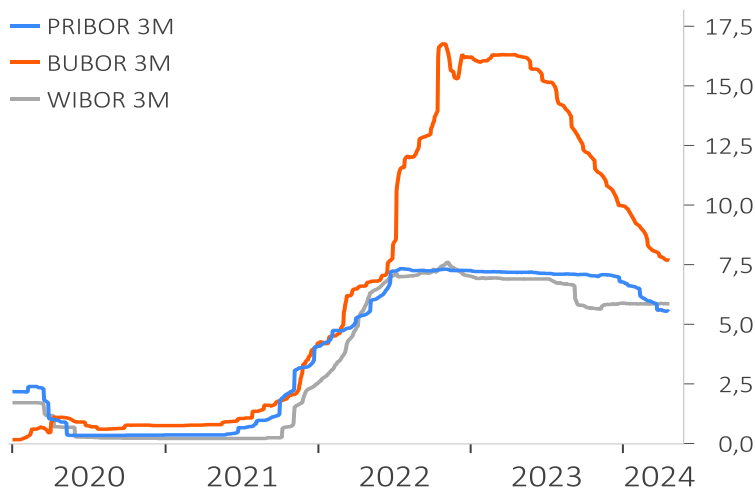
- W ubiegłym tygodniu sadek €/US\$ wyhamował w okolicach 1,0650, po silnym spadku pary wywołanym serią mocnych danych tydzień wcześniej. Para dotarła do lokalnej strefy wsparcia (1,06-1,0650), której nie była jednak w stanie przełamać mimo wzrostu napięć geopolitycznych, wywołanych atakami Iranu, a następnie Izraela.
- Kurs €/US\$ nie był w stanie wyłamać się poniżej 1,06-1,0650 przed weekendem mimo wzrostu napięć geopolitycznych. Teraz sytuacja na Bliskim Wschodzie wydaje się stabilizować, szczególnie, że Iran wydaje się starać deeskalować konflikt z Izraelem.
- W tej sytuacji uwaga rynków powinna skupić się na danych makro. Spodziewamy się solidnego wzrostu PKB USA za 1kw24 (czwartek), ale kluczowe mogą okazać się dane o inflacji PCE z USA (piątek). Najprawdopodobniej ta miara presji cenowej w USA nie będzie tak uporczywa jak ostatnie dane o CPI. Sugeruje to albo stabilizację kursu €/US\$ powyżej 1,06, lub umiarkowany wzrost €/US\$ (pierwszy poziom docelowy to okolice 1,07, potem 1,0750).
- Perspektywy dolara na 2poł24 się poprawiły. Oprócz jastrzębiego Fed, doszło ryzyko utrzymania wysokich cen ropy lub ich dalszego wzrostu. Fed może być bardziej wrażliwy na wpływ drogiej ropy i zaostrzać retorykę. Znacząco spadły więc szanse na wzrost €/US\$ do 1,10 w tym roku.

Rynki walutowe – dalszy spadek €/PLN.

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



Stopy procentowe – porównanie CEE

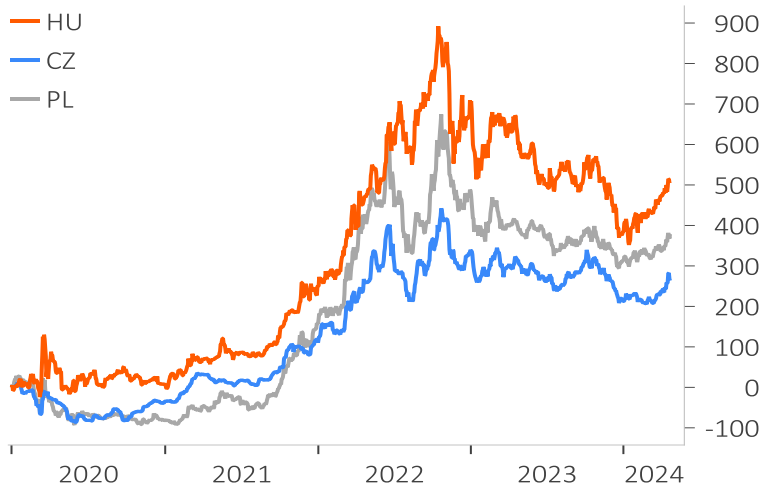


€/PLN:

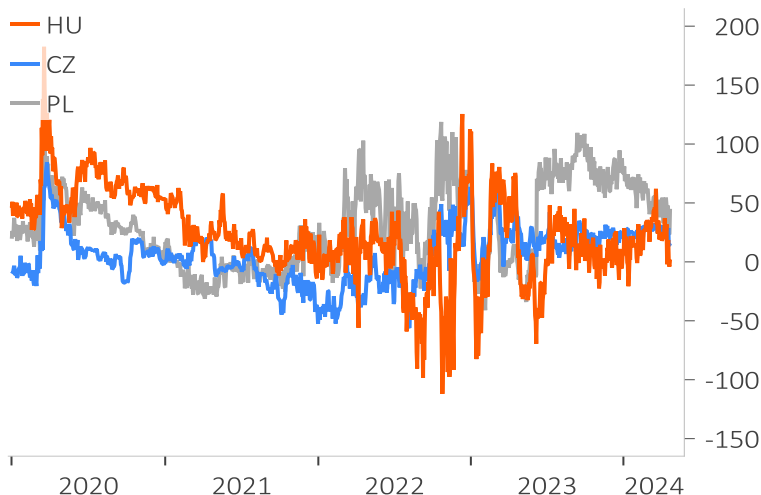
- W ubiegłym tygodniu bardzo nerwowo było na krajowym rynku. Zapowiedź, że środki z UE nie muszą być wymieniane na złote wywołała kolejną falę domykania pozycji na spadek €/PLN. Kurs szybko dotarł do 4,37. Para jednak od tej pory wróciła do 4,30 i to mimo napięć geopolitycznych. Złoty odrobił też dużą część strat na tle regionu, np. HUF.
- Kolejna fala domykania pozycji na spadek €/PLN najprawdopodobniej już się zakończyła. Doświadczenia poprzednich takich okresów sugerują, że powinno po tym nastąpić dalsze wyraźne umocnienie złotego. Ruch zaczął się już w ubiegłym tygodniu, ale w tym powinien dotrzeć poniżej 4,30 (maksymalnie do około 4,26-27 w zależności od sytuacji na €/US\$). Krajowe dane nie pomogły złotemu, ale nie zmieniają perspektyw na ścieżkę stóp NBP w tym roku.
- Uspokojenie (przynajmniej na razie) sytuacji geopolitycznej powinno pozwolić inwestorom skupić się na sytuacji makro. A ta pozostaje dla złotego pozytywna. Część środków z UE (np. ze Wspólnej Polityki Rolnej) musi być wymieniona na PLN, co prawdopodobnie częściowo odbędzie się na rynku. Złotego wspiera też nadwyżka w bilansie obrotów bieżących i wysokie stopy NBP. Dlatego w 2kw24 nadal oczekujemy spadku kursu €/PLN do około 4,20.
- W 2poł24 widzimy jednak ryzyko powrotu bliżej 4,30 z uwagi na potencjalnie mniej korzystną dla CEE sytuację geopolityczną po wyborach prezydenckich w USA. Wysokie prawdopodobieństwo zwycięstwa D. Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, co może negatywnie wpłynąć na postrzeganie ryzyka dla CEE.

Rynek długu – Uspokojenie na rynkach długu.

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



Asset swapy 10L w CEE od 2019

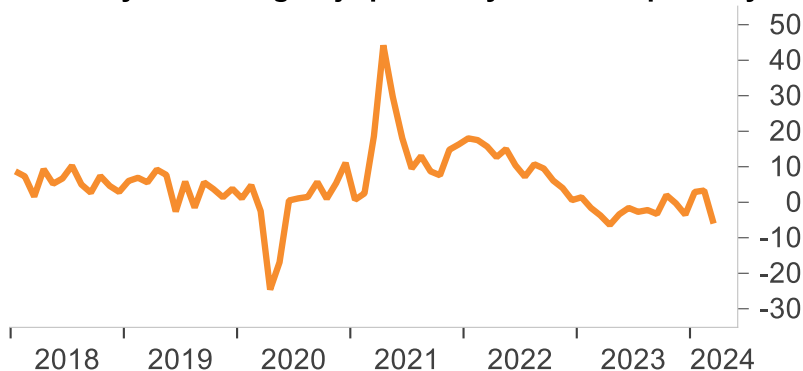


- Amerykańska i niemiecka krzywa podniosły się o 10-12pb w ubiegłym tygodniu. Pomogły w tym zarówno wcześniejsze dane, szczególnie z USA, jak i wyższe ceny ropy naftowej, wywołane eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie. W zeszłym tygodniu pod presją znalazły się też SPW. Rentowność 10latki wzrosła aż 20pb. Zlatka osłabiła się ostatecznie 5pb, ale na początku tygodnia była aż 12pb wyżej, mimo braku danych z kraju.
- W tym tygodniu spodziewamy się dalszego, choć ograniczonego, wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Liczymy na generalnie solidne dane z głównych gospodarek, szczególnie z USA co będzie wspierało jastrzębi zwrot Fed i mniejszą skalę wycenianych na 2024 obniżek stóp w USA. Na duży wzrost rentowności nie liczymy, bo ceny ropy naftowej spadły wyraźnie jeszcze przed weekendem, gdy Iran starał się obniżyć napięcia z Izraelem.
- W kraju liczymy na niewielkie spłaszczenie krzywej. Uspokojenie sytuacji na złotym powinno sprzyjać umocnieniu długiego końca krzywej dochodowości, po zeszłotygodniowej przecenie. Aktualne poziomy rentowności SPW są już zdecydowanie atrakcyjne, ostatni raz 10latka była tak wysoko w październiku ub.r. Nadal również oczekujemy utrzymania trendu na zawężeniu asset swapów, co najmniej do końca kwartału.
- Na krótkim końcu spodziewamy się stabilizacji lub minimalnych spadków rentowności. Napływające dane z kraju wypadły jak dotychczas błąd. Nie spodziewamy się jednak, aby wywołały istotną zmianę w retoryce RPP. Obawy inflacyjne Rady powinien podtrzymać wysoki wzrost płac i ogólnie napięty rynek pracy.

Słaba produkcja pomimo ożywienia popytu wewnętrznego.

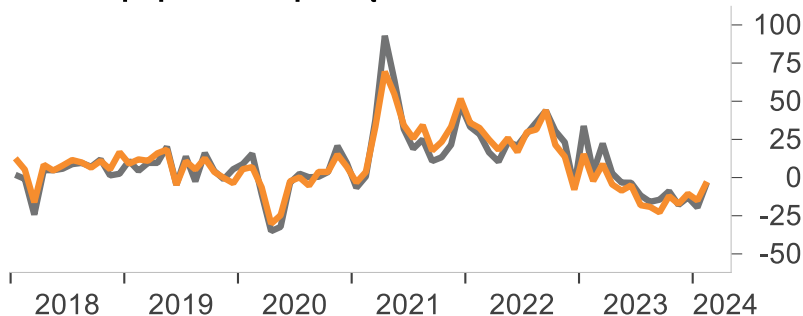
Produkcja przemysłowa (%r/r)

Niska aktywność sugeruje problemy branż eksportowych



Nowe zamówienia w przemyśle (%r/r)

Powolna poprawa na początku 2024

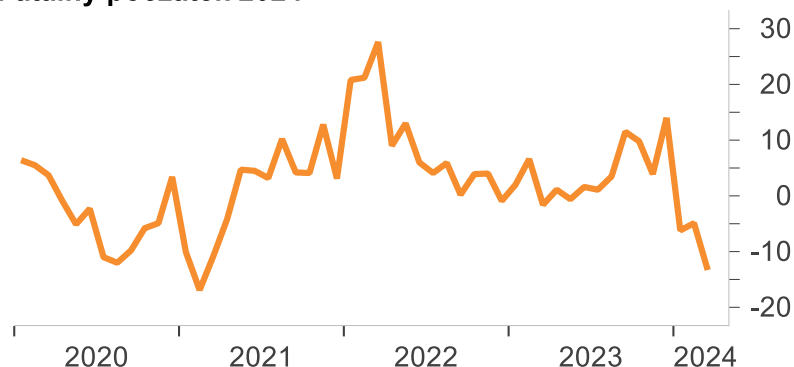


— Zamówienia łącznie — Zamówienia eksportowe

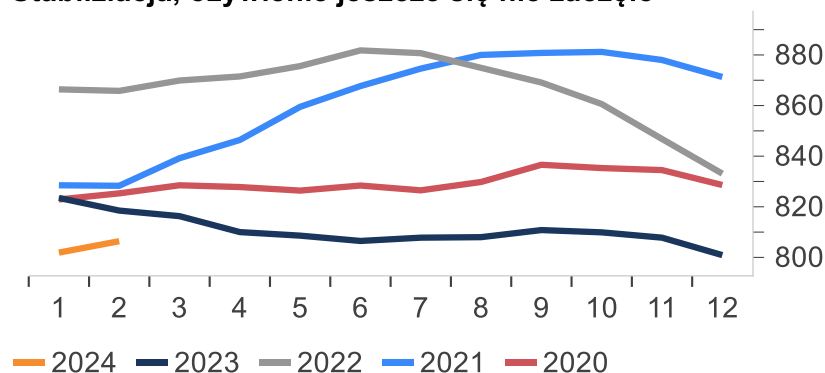
- Produkcja przemysłowa spadła w marcu o 6%/r +3,3%/r w lutym. Za spadek odpowiadał przede wszystkim niekorzystny układ kalendarza (dwa dni robocze mniej niż w 2023 odjęty 5,7pp). Teoretycznie po poprawieniu tych danych o efekt kalendarzowy marcowe tempo produkcji jest zbliżone do lutego (+0,7%/r), ale niepokoi struktura danych. Także odsezonowane dane GUS wskazują na spadek produkcji o 3,9%/r oraz 5,5%/m. Zwracamy jednak uwagę, że uległy liczny rewizjom w ostatnim czasie.
- Mamy nadzieję, że słaba produkcja to anomalia. Dane są niespójne z sygnałami powolnego ożywienia w globalnym przemyśle (nawet Niemczech) oraz odbiciem krajowego popytu. Naszym zdaniem jutrzejsza sprzedaż detaliczna pokaże mocny popyt krajowy, tak jak to zapowiadają płace. Słaba produkcja pomimo ożywienia popytu wewnętrznego może świadczyć o wciąż słabym eksporcie. Widzimy, że przedsiębiorstwa coraz mocniej odczuwają m.in. konkurencję z Azji, podczas gdy popyt ze strony głównych partnerów handlowych Polski jest ciągle relatywnie słaby.
- W światowym przemyśle widzimy symptomy ożywienia, chociaż pozostaje ono kruche i może ucieść wskutek napięć geopolitycznych. Ożywienie jest nierówne, dotychczas wyniki niemieckiego przetwórstwa, z którym silnie powiązany jest krajowy przemysł, były rozczarowujące. Ostatnie dane pokazują, że powolne ożywienie jest widoczne także w tej gospodarce, ale twarde dane pokażą to z opóźnieniem.
- Stopniowo wsparciem dla sektora produkcyjnego powinna być odbudowa krajowego popytu, w szczególności oczekiwane ożywienie konsumpcji, bazujące na wysokim wzroście dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych..

Fatalny marzec w budownictwie.

Produkcja budowlano-montażowa (%r/r)
Fatalny początek 2024



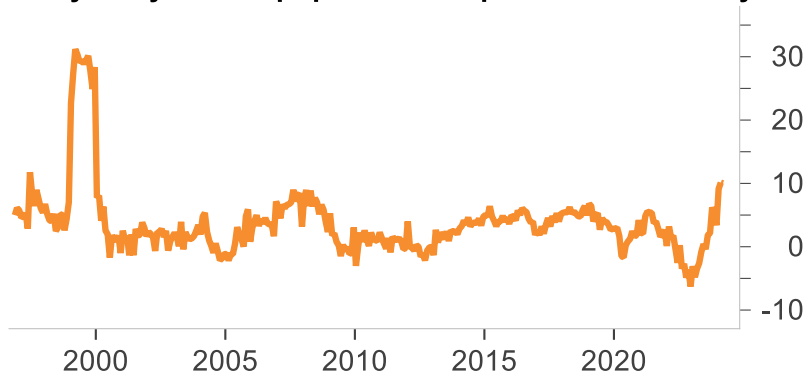
Mieszkania w budowie (tys.)
Stabilizacja, ożywienie jeszcze się nie zaczęło



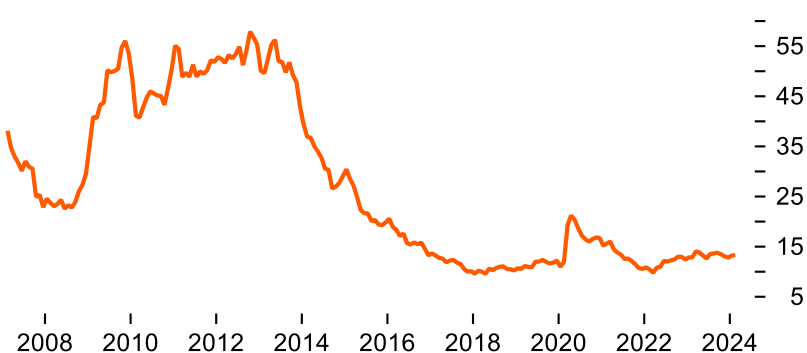
- W marcu produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 13,3% r/r (zdecydowanie poniżej konsensusu 4,3%r/r), po spadku o 4,9%r/r w lutym. Wynika to z załamania w budowie budynków (-16,1%) i obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-17,8%). Pierwsze wiążemy z niższą aktywnością deweloperów mieszkaniowych, a słabość drugiej kategorii najprawdopodobniej powiązana jest z mizernym początkiem roku dla inwestycji infrastrukturalnych.
- Choć popyt na mieszkania znacząco poprawił się w 2poł23 w związku z uruchomieniem rządowego programu wsparcia rynku hipotecznego, to nie znalazło to jeszcze odzwierciedlenia w budownictwie. Jeszcze w 2023 deweloperzy starali się szybko kończyć projekty już rozpoczęte aby mogły zostać objęte ww. programem. W efekcie liczba mieszkań w budowie pod koniec 2023 zaczęła nawet spadać. Poznaliśmy już jednak zarys kolejnego rządowego programu wsparcia rynku. Pozwala on oczekiwać kolejnego wzrostu popytu na mieszkania. Dlatego zarówno budowa budynków, jak i liczba mieszkań w budowie powinna w kolejnych miesiącach się poprawiać.
- Fatalny wynik w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej wynika z zakończenia realizacji projektów finansowanych z perspektywy UE na lata 2014-20 (zgodnie z zasadą t+3), podczas gdy uruchamianie kolejnego dużego budżetu unijnego pozostaje powolne. Ponadto opóźnienia związane z uruchomieniem KPO sugerują, że projekty finansowane z tego źródła będą realizowane dopiero w 2025 i 2026. Sugeruje to, że cały 2024 będzie relatywnie słaby dla inwestycji infrastrukturalnych.

Wysokie tempo płac wspiera konsumpcję i inflację bazową.

Realna dynamika wynagrodzeń w Polsce (%r/r)
Dwucyfrowy wzrost poprzednio dopiero w latach 90-tych



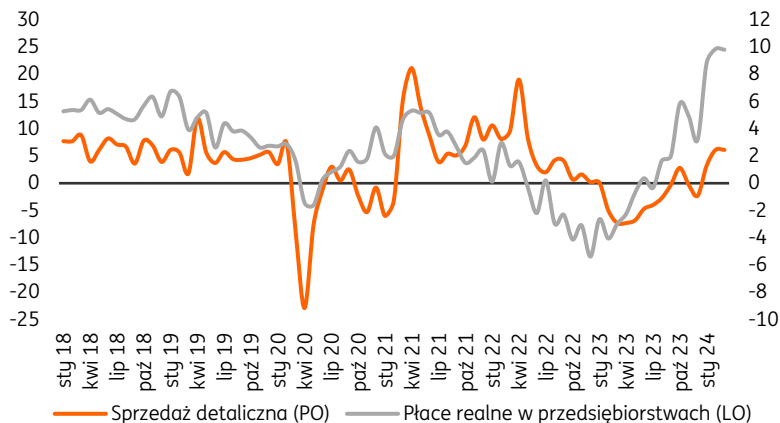
Liczba bezrobotnych na ofertę pracy.
Rynek pracy nadal napięty mimo oznak spowolnienia.



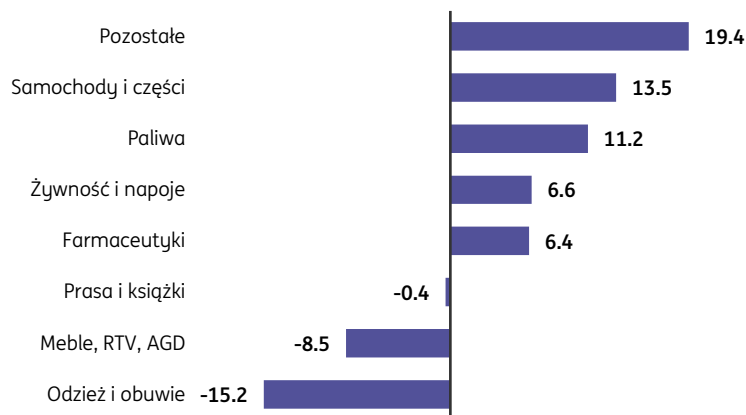
- W marcu wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 12%/r, nieco wolniej niż w lutym (12,9%). Wysoki wzrost płac to najprawdopodobniej nadal efekt wysokiej podwyżki płacy minimalnej z początku 2024. Nakłada się na to silna pozycja przetargowa pracowników, wobec ciągle napiętego rynku pracy. Dodatkowo, w marcu i kwietniu efektywnie wchodzi także w życie podwyżki w administracji publicznej, chociaż te nie są ujęte w publikowanych dzisiaj danych.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się w marcu nieznacznie względem lutego, co przełożyło się na spadek 0,2%/r (konsensus: -0,1%), czyli jak w lutym. Popyt na pracę stopniowo obniża się szczególnie w branżach produkcyjnych (np. produkcja mebli). Przedsiębiorstwa notują spadek marż i coraz mocniej odczuwają m.in. konkurencję z Azji, podczas gdy popyt ze strony głównych partnerów handlowych Polski jest ciągle relatywnie słaby.
- Sytuacja na rynku pracy pozostaje dosyć dobra, mimo sygnałów pewnego pogorszenia. Firmy pozostają niechętne do redukcji etatów, obawiając się czy będą w stanie je potem zapłacić, gdy koniunktura się poprawi. W połączeniu z socjalną polityką rządu, powinno to skutkować utrzymaniem dwucyfrowej dynamiki płac w tym roku. Z uwagi na znaczący spadek dynamiki cen, skutkuje to historycznie bardzo wysokim wzrostem realnych wynagrodzeń (dwucyfrowa dynamika miała miejsce poprzednio dopiero pod koniec lat 90-tych). Wydatki gospodarstw domowych będą głównym elementem napędzającym PKB w tym i przyszłym roku.
- Nasze modele pokazują, że tak wysokie tempo płac nie pozwoli na spadek inflacji bazowej nawet w okolicy celu NBP, utrzyma się wysoka dynamika inflacji usług. Płace powinny rosnąć połowę wolniej aby zapanować nad inflacją bazową.

Powolna odbudowa konsumpcji. Obniżamy prognozę PKB na 1kw24.

Sprzedaż detaliczna i płace realne w firmach, %/r



Struktura sprzedaży detalicznej w marcu, %/r



Źródło: GUS, ING.

- Sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 6,1%/r, po +6,1%/r w lutym. Dane odsezonowane wskazują na rozczarujący spadek o 0,2%m/m, chociaż nastąpił on po imponującym wzroście o 2,9%m/m w lutym. Największe wzrosty sprzedaży miały miejsce w przypadku kategorii „pozostałe”, obejmującej m.in. sprzedaż w supermarketach (19,4%/r) oraz aut (13,5%/r), chociaż w tym drugim przypadku roczna dynamika wyraźnie wyhamowała w marcu (w lutym +26,6%/r). W dalszym ciągu spadki sprzedaży w przypadku innych niż auta dóbr trwałych, takich jak tekstylia, odzież i obuwie (-15,2%/r) i meble, RTV i AGD (-8,5%/r).
- W ostatnich miesiącach realny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw był zbliżony do dwucyfrowego, co przyczyniało się do dynamicznego wzrostu dochodów realnych. Spodziewaliśmy się też, że zwiększonym wydatkom będą w większym stopniu sprzyjały zakupy wielkanocne. W ujęciu miesięcznym sprzedaż wzrosła o 14,2%, czyli w podobnej skali jak w marcu 2023 (14,0%m/m).
- Rozczarowujące marcowe dane ze sfery realnej skłoniły nas do rewizji prognozy wzrostu PKB w 1kw24 do 1,5%/r z 2,1%/r. W całym 2024 niezmiennie liczymy na wzrost gospodarczy rządu 3% na bazie odbudowy popytu konsumpcyjnego, napędzanego dynamicznym wzrostem dochodów realnych. Odbicie konsumpcji jest dosyć wolne, jednak w 1kw24 sprzedaż detaliczna towarów wzrosła o ok. 5,0%/r, wobec spadku o 0,5%/r w 4kw23. Polacy wolno odchodzą od swojego oszczędnościowego nastawienia. Widzimy także odbicie w globalnym przemyśle, ale niestety niemiecki przemysł pozostaje w tyle. Zakładamy, że ożywienie gospodarcze w końcu nabierze tempa, stąd utrzymujemy prognozę PKB na cały rok około 3%/r.

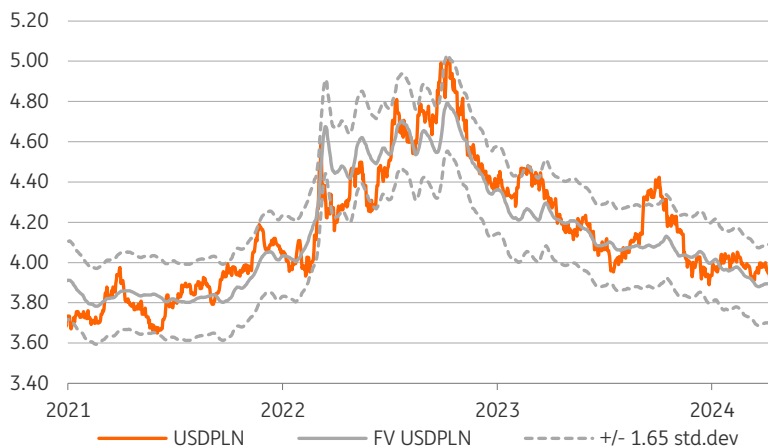
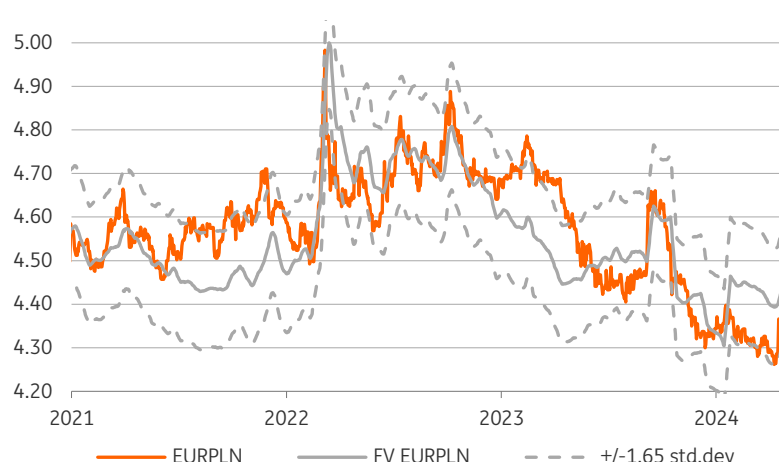
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
US\$/PLN	3.92	3.89	3.87	3.85	3.84	3.85	3.85	3.86	3.87	3.88	3.88	3.88
€/PLN	4.23	4.20	4.21	4.21	4.22	4.23	4.24	4.25	4.26	4.26	4.27	4.27
CHF/PLN	4.49	4.45	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44	4.47	4.46	4.45	4.44	4.42
GBP/PLN	4.93	4.89	4.89	4.90	4.90	4.90	4.91	4.83	4.83	4.83	4.82	4.82

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu dla €/PLN pokazują, że złoty pozostaje blisko skrajnego przewartościowania wobec euro. Uważamy jednak, że jest to spowodowane utrzymywaniem się oczekiwań na obniżkę stóp NBP jeszcze w tym roku i dość agresywnych kolejnych w 2025. Rynek prawdopodobnie liczy też na to, że przynajmniej część środków unijnych zostanie wymieniona na rynku, wzmacniając popyt na złotego. Względem US\$ wyceny złotego wskazują na lekkie niedowartościowanie.



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 odbiorcy. 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 informacje zawarte w treści publikacji były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. ING nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty bezpośrednie, pośrednie lub wtórne powstałe w wyniku korzystania z tej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora (autorów) oraz są aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje w różnych jurysdykcjach.
- Publikacja oraz zawarte w niej informacje objęte są prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę, w jakimkolwiek celu, bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego S.A. Nie dotyczy to przypadków posługiwania się publikacją z powołaniem na jej źródła. Wszystkie prawa zastrzeżone. Nadzór nad działalnością ING Banku Śląskiego S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa).