

Kwartalny raport makroekonomiczny

Kwiecień 2024

Za granicą

W minionych kwartałach gospodarka amerykańska ponownie pozytywnie zaskakiwała. Dotyczyło to zarówno kondycji rynku pracy, jak i utrzymującego się silnego momentum konsumpcji. W kolejnych miesiącach tempo wzrostu osłabnie, ale i tak będzie wyraźnie wyższe niż w innych państwach G7. Towarzyszyć temu będzie postępujący proces dezinflacji na rocznej dynamice, jednak dochodzenie do celu inflacyjnego FOMC może być nieco wolniejsze niż wcześniej oczekiwano. W efekcie, władze monetarne będą ostrożne w ogłoszeniu łagodzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie stabilizuje się koniunktura w Chinach. Przy rosnącej dynamice konsumpcji problemem pozostaje nierozwiązana sytuacja na tamtejszym rynku nieruchomości, który stanowi czynnik ryzyka dla prognoz. Gospodarka strefy euro pozostaje w stagnacji. Słabość koniunktury skoncentrowana jest przede wszystkim w rdzeniu unii walutowej, a sektorowo w przetwórstwie przemysłowym. Kraje południa, a sektorowo usługi, radzą sobie relatywnie dobrze na obszarze wspólnej waluty. Zmniejszają się natomiast obawy związane z inflacją w strefie euro, co pozwoli na rozpoczęcie cyklu cięcia stóp procentowych przez EBC w bieżącym kwartale.

W kraju

W IV kwartale roczne tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło, choć było wolniejsze od oczekiwań. Towarzyszyło mu umiarkowane ożywienie spożycia krajowego, które jednak pochodziło z sektora publicznego, a nie od gospodarstw domowych. Silny wkład do wzrostu miały również inwestycje. Podtrzymujemy prognozy dalszego przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Będzie to rezultat wysokiej dynamiki realnych dochodów konsumentów oraz silnego rynku pracy. Konsumpcję wspierać powinno również podwyższenie świadczeń społecznych oraz podwyżki dla części zatrudnionych w sektorze publicznym. Pozwoli to na zwiększanie tempa wzrostu PKB z 1,0% r/r w IV kwartale 2023 do ponad 3% r/r w kolejnych. Po spadku inflacji do celu NBP, spodziewamy się przyspieszenia dynamiki cen. Do połowy roku CPI powinno się jednak utrzymać poniżej górnego pasma odchyłań NBP. W drugiej połowie roku inflacja wzrośnie, ale dynamika cen konsumenckich będzie uzależniona od decyzji regulacyjnych dla nośników energii. Rada prawdopodobnie nie zdecyduje się na złagodzenie warunków monetarnych przed IV kw. br. Zakładamy, że pod koniec roku nastąpi jedynie delikatna obniżka stóp procentowych po redukcji niepewności związanej ze skutkami wycofywania tarcz antyinflacyjnych oraz po rozpoczęciu cięć przez Fed i EBC.

Rynki FI

Miniony kwartał charakteryzował się osłabieniem bazowych obligacji. Był to rezultat delikatnie rosnącej presji inflacyjnej za Oceanem oraz lepszej od oczekiwań koniunktury w USA. Impulsy globalne przełożyły się na wzrost dochodowości SPW. Przy dobrych nastrojach na rynku akcji oraz wzroście apetytu na ryzyko w krajach południa Europy obserwowaliśmy silne zawężenie marży ASW na krajowym rynku. W kolejnych tygodniach kondycja SPW będzie nadal uzależniona od zachowania rynków bazowych. W mniejszym stopniu na wycenę rodzimego długu będą oddziaływać dane makro z Polski oraz skala emisji obligacji skarbowych.

Rynki FX

Złoty delikatnie aprecjonował w I kw. Krajowej walucie pomagał globalny apetyt na ryzyko oraz malejące szanse na cięcie stóp procentowych przez RPP w perspektywie roku. W przeciwną stronę działało natomiast delikatne umocnienie dolara na rynkach globalnych oraz redukcja skali łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro oraz za Oceanem w horyzoncie najbliższych kwartałów. W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji powyższych trendów, które powinny sprowadzać niżej zarówno parę EURPLN, jak i EURUSD.

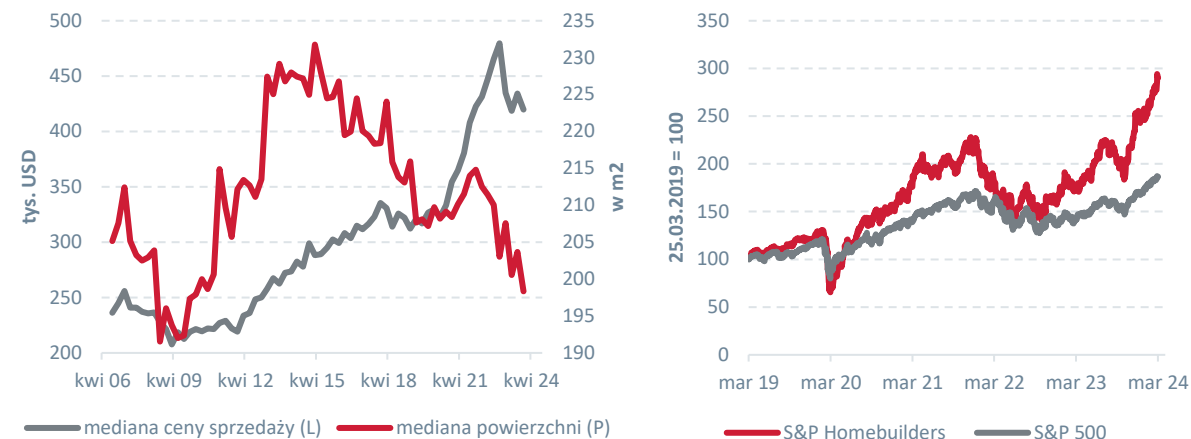
Za granicą



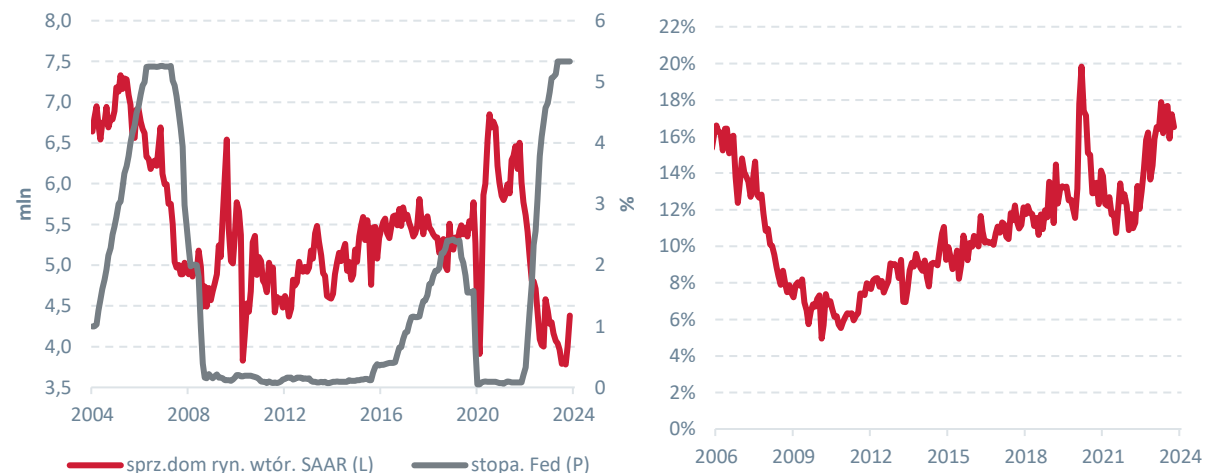
Deweloperzy w USA walczą o klienta w otoczeniu wysokich stóp procentowych

- Najwyższe od ponad dwudziestu lat stopy procentowe w USA silnie zaburzyły handel prywatnymi nieruchomościami. Dotyczy to szczególnie rynku wtórnego, gdzie zarówno sprzedający, jak i kupujący, nie są zainteresowani przeprowadzaniem transakcji. Wynika to z faktu, że gros kredytów w USA udzielanych jest po stałej stopie procentowej na okres 15-30 lat. Nie opłaca się więc pozbywać nieruchomości, która finansowana jest po 3-4%, podczas gdy obecnie oferowane hipoteki oscylują blisko poziomu 7%. Nowi klienci również omijają domy z drugiej ręki, bo ich podaż jest niewystarczająca, a negocjacja cen utrudniona. W rezultacie liczba transakcji w minionym półroczu w ujęciu annualizowanym jest zbliżona do 4 mln (30-letnie minima). W czasie pandemii było to pomiędzy 6-7 mln, a przed COVID-19 ok. 5,5 mln.
- Zupełnie inaczej przedstawia się sytuacja na rynku pierwotnym, gdzie sprzedaż oscyluje blisko wieloletniej średniej. Nastroje wśród deweloperów, mimo wymagającego środowiska zewnętrznego, również poprawiają się. Indeks NAHB w marcu wypadł na poziomie 56 pkt, co jest najwyższym odczytem od pół roku, a komponent oczekiwań zbliżył się do dwuletnich maksimów (62 pkt).
- Relatywnie dobra sytuacja na rynku nowych domów to wynik aktywnego podejścia deweloperów do wyzwań rynkowych. Po silnych pandemicznych wzrostach cen doszło do ich redukcji o kilkanaście procent. Ten ruch był możliwy m.in. dzięki zmniejszeniu mediany powierzchni oferowanych domów (pierwszy raz od 15 lat spadła ona poniżej 200m²). Jednocześnie sprzedawcy zaczęli oferować dopłaty do kredytów w pierwszych 2-3 latach ich spłaty, co zmniejszyło oprocentowanie z ok. 7% do 5%. Dla 30-letniej hipoteki oznacza to ratę mniejszą o ok. 20%. Po dwóch latach, gdy dopłata od dewelopera wygaśnie, klienci będą mogli zrefinansować kredyt (zaciągnąć nowy i spłacić nim stary), zakładając oczywiście, że obniżka stóp procentowych przez Fed będzie trwała i zredukuje również długoterminowe koszty finansowania.

Spada metraż i cena nowych domów przy indeksie akcji deweloperów na szczytach



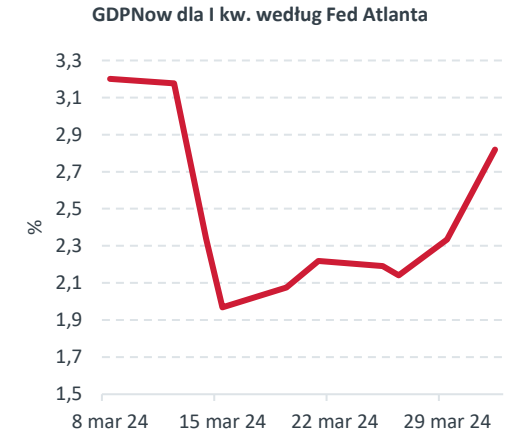
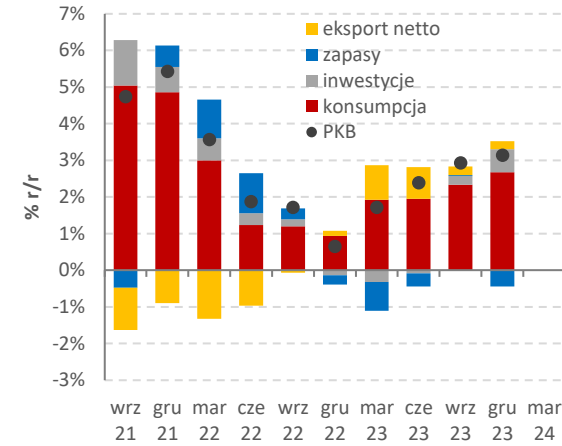
- 1) **Wysokie stopy mrożą wtórny rynek nieruchomości**
- 2) **Relacja transakcji na rynku pierwotnym do wtórnego blisko wieloletnich szczytów**



Siła amerykańskiej gospodarki nadal pozytywnie zaskakuje

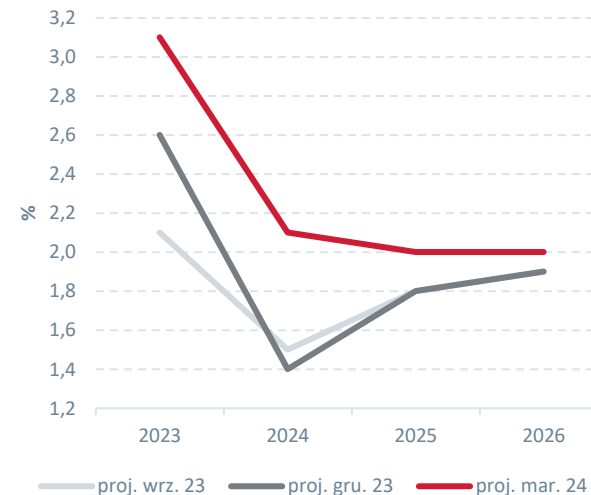
- Wbrew konserwatywnym szacunkom, gospodarka USA może zaliczyć IV kw. do udanych. Dynamika PKB w ujęciu annualizowanym i sezonowo-wyrównanym (SAAR) wyniosła 3,2%. Drugi kwartał z rzędu silny wkład do wzrostu miała konsumpcja gosp. domowych (2,0 p.p.). Do agregatu 0,5 p.p. dodały inwestycje prywatne. Był to ich czwarty z rzędu wzrost, co sugeruje dobre nastroje w przedsiębiorstwach. Relatywnie silnie do PKB kontrybuują również wydatki publiczne (głównie stanowe, a nie federalne), które dodały 0,7 p.p. w IV kw.
- Lepsza od konsensusu koniunktura za Oceanem zaskakuje również FOMC. Jeszcze we wrześniu ub. r. członkowie Fed oczekiwali, że dynamika PKB wyniesie 2,1% w 2023 r. Faktycznie było to aż o cały punkt proc. więcej. Silne rewizje w górę, w porównaniu do wcześniejszych projekcji, obserwowaliśmy podczas marcowego posiedzenia Komitetu. Obecnie FOMC oczekuje, że temp wzrostu PKB wyniesie w tym roku 2,1%, podczas gdy kwartał wcześniej było to 1,4%.
- Momentum amerykańskiej gospodarki powinno pozostać relatywnie mocne. Model GDPNow Fed z Atlanty sugeruje wzrost PKB zbliżony do 3,0% w I kwartale bieżącego roku, mimo słabszych odczytów lutowej produkcji oraz sprzedaży detalicznej. Od początku roku gwałtownie poprawiły się nastroje konsumentów mierzone przez Uniwersytet Michigan (najwyżej od połowy 2021 r.). Nastąpiła poprawa koniunktury w przemyśle, gdzie marcowy ISM przekroczył pierwszy raz od półtora roku poziom 50 pkt. Zatrzymany został widoczny pod koniec roku negatywny trend w indeksie ISM dla sektora usług i wskaźnik ustabilizował się ponad poziomem 50 pkt. Cały czas silnymi wzrostami odznaczają się składowe opisujące nowe zamówienia, co zwiastuje utrzymanie momentum aktywności sektora usługowego. Co istotne, dobra koniunktura nie przeszkadza w utrzymaniu się dezinflacyjnych tendencji. Składowa cenowa usługowego ISM, będąca dobrym predyktorem presji cenowej w gospodarce USA w ostatnich latach, obniżyła się do poziomu najniższego od marca 2020 roku.

Kompozycja i tempo wzrostu PKB pozytywną niespodzianką



1) Fed rewiduje w górę projekcje dynamiki PKB na kolejne lata

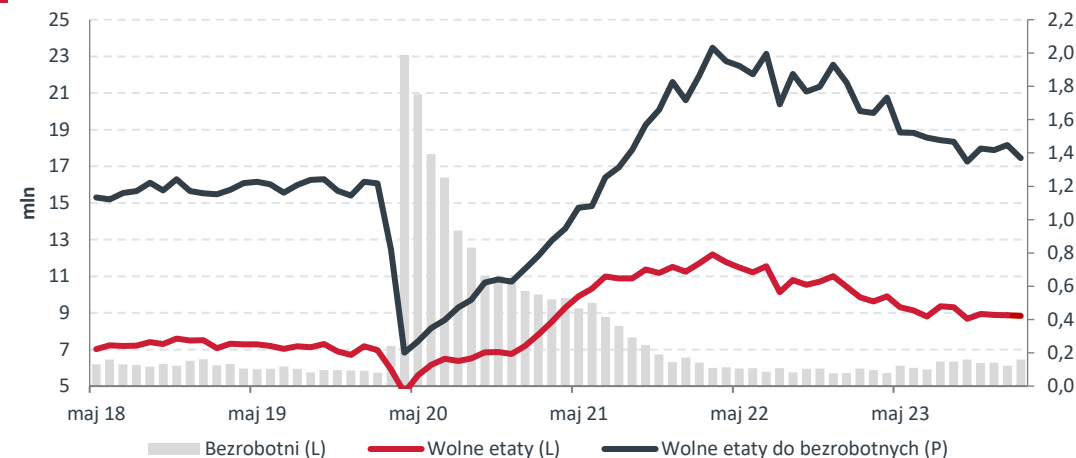
2) Nastroje amerykańskich konsumentów najwyższe od połowy 2021 r.



Nowa normalność na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych

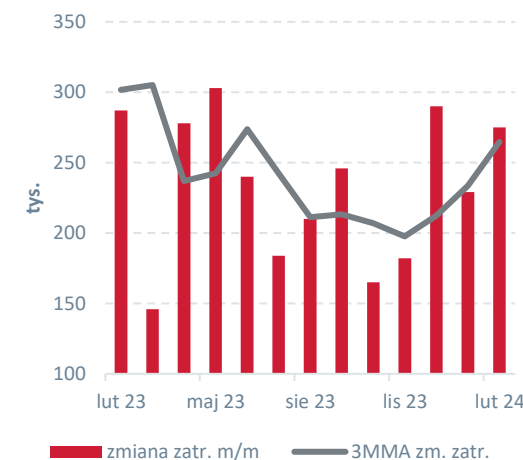
- Niezależnie od przyjętej miary amerykańskiego rynku pracy, jego kondycja pozostaje dobra. W lutym gospodarka USA wytworzyła 275 tys. etatów, co mniej więcej dwukrotnie przekracza bilans osób wkraczających i opuszczających wiek produkcyjny. Jednocześnie, po ostatnich rewizjach, 3-miesięczna średnia payrollów wynosi 265 tys. i jest najwyższa od ponad pół roku. Bezrobocie, choć delikatnie wzrosło, nadal utrzymuje się poniżej 4% (24. miesiąc rzędu) i wynosi 3,9%.
- Rynek pracownika potwierdza również utrzymujące się wysoko wakaty. Ich relacja do liczby bezrobotnych pozostaje blisko poziomu 1,40. To niżej niż w szczycie popandemicznego boomu (ok 2,0), ale nadal wyraźnie więcej niż w okresie poprzedzającym COVID-19 (przedział 1,10-1,20).
- Wynagrodzenia w USA rosną w ostatnich miesiącach w tempie 4,3-4,5% r/r. Warto zauważyć, że już w latach 2015-2019 różnica między tempem wzrostu płac a inflacją bazową sukcesywnie rosła (z ok. 0,9 p.p. do 1,7 p.p.). Od początku roku wynosi ona 1,5 p.p., co może sugerować, że napięcia na rynku pracy mają charakter strukturalny.
- Oceniamy, że normalizacja na rynku pracy będzie przebiegać dłużej niż wcześniej oczekiwano. Główne jego miary pozostają powyżej przedpandemicznego trendu. Jednocześnie nie wykluczamy, że chęć „chomikowania” pracowników może stać się nową normalnością, co utrzyma podwyższony poziom dynamiki wynagrodzeń i wzrost liczby etatów powyżej wynikającego z trendów demograficznych.
- Postępujące procesy dezinflacyjne będą wymuszać na FOMC odejście od obecnie silnie restrykcyjnej polityki monetarnej. Zakładamy rozpoczęcie cyklu obniżek w lipcu. Niemniej relatywnie mocna koniunktura i pozostawanie gospodarki blisko poziomu pełnego zatrudnienia, przynoszą zagrożenie osłabienia procesów dezinflacyjnych. W konsekwencji, ruchy stóp będą jedynie stopniowe (25-punktowe kroki) i rozłożone w czasie. Bilans ryzyka stoi po stronie późniejszego momentu rozpoczęcia łagodzenia polityki pieniężnej.

Liczba wakatów w relacji do bezrobotnych pozostaje relatywnie wysoka



1) Dynamika wynagrodzeń może pozostać podwyższona

2) Miesięczna zmiana zatrudnienia wyraźnie przekracza 200 tys. etatów

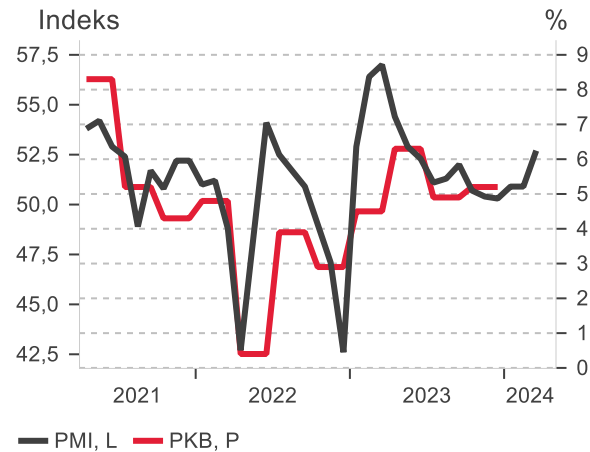


Źródło: St. Louis Fed, BLS

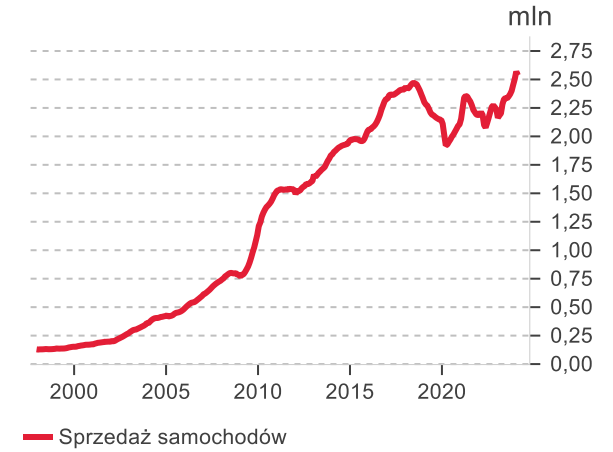
Mieszany obraz chińskiej koniunktury na początku roku

- Ostatnie miesiące przyniosły poprawę części twardych odczytów makro. Lepiej prezentują się dane o sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej. Towarzyszyła temu stabilizacja wskaźników wyprzedzających w chińskiej gospodarce na nieznacznie wzrostowym poziomie. Implikuje on około 5-procentowe tempo wzrostu gospodarczego na początku bieżącego roku, a więc zbieżne z oficjalnym celem rządowym. Utrzymanie relatywnie mocnego momentum wiążemy z wydatkami fiskalnymi, w tym inwestycjami infrastrukturalnymi. Oznacza to, że jak na razie, oddziaływanie problemów sektora nieruchomości na pozostałe sektory gospodarki ma ograniczony wpływ. W tym kontekście odnotować można również jedynie niewielkie pogorszenie kondycji rynku pracy, choć jest ono sektorowo powszechne.
- Jednocześnie wciąż bardzo słabo prezentują się dane z rynku nieruchomości. Po bardzo złym 2023 roku, jak na razie nie widać odreagowania, choć zauważalne są sygnały większej stabilizacji. Podjęto szereg działań stymulujących, w tym związanych z redukcją stóp procentowych dla kredytów hipotecznych oraz stopy rezerwy obowiązkowej i luzowaniem polityki makroostrożnościowej, nakierowanej na to, by banki mogły finansować deweloperów, w tym poprzez tzw. białą listę. Działania, jak na razie, nie miały silnego przełożenia na kondycję sektora. Ceny nieruchomości pozostają pod presją spadkową przy wysokiej niepewności gospodarstw domowych dotyczącej ich dalszej ścieżki. Jednocześnie deweloperów trawią problemy z rentownością i płynnością. Można dodać, że chińscy deweloperzy mają także problemy poza Państwem Środka.
- Z kondycją rynku nieruchomości koresponduje słabnąca dynamika akcji kredytowej. Ta spowolniła do poziomu najniższego w historii danych. Słaba pozostaje także akcja kredytowa – zarówno w segmencie przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Ciężą m.in. problemy deweloperów ze spłatą kredytów. Tym samym, choć niskie pozostaje ryzyko silniejszego hamowania gospodarki Państwa Środka, to równocześnie niewielkie są szanse na przyspieszenie, które pozwalałoby na wyraźne przebicie w obecnych uwarunkowaniach ambitnego oficjalnego celu wzrostu PKB.

Poprawa wskaźników koniunktury w Chinach

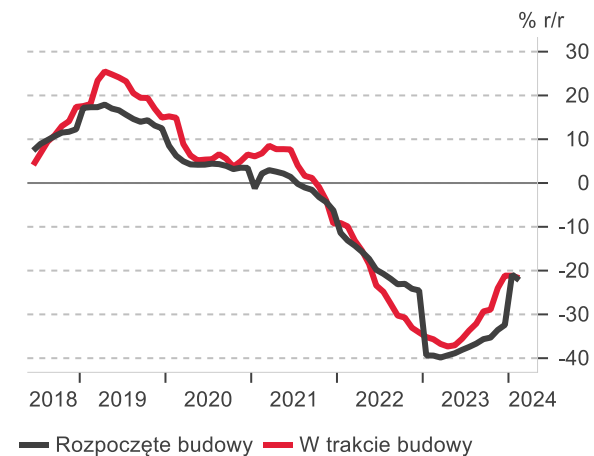


Źródło: Macrobond.

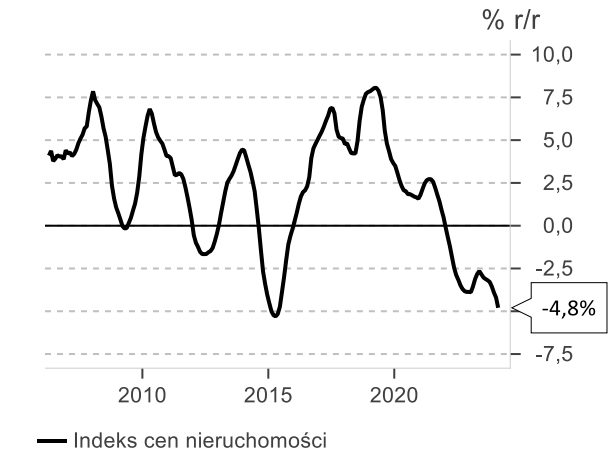


Źródło: Macrobond.

Problematyczny obraz chińskiego rynku nieruchomości



Źródło: Macrobond.

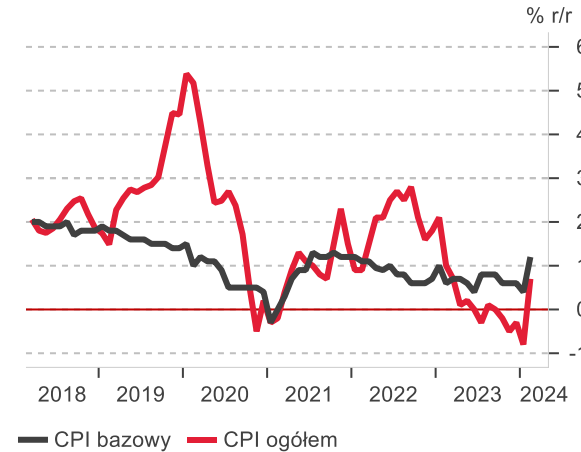


Źródło: Macrobond.

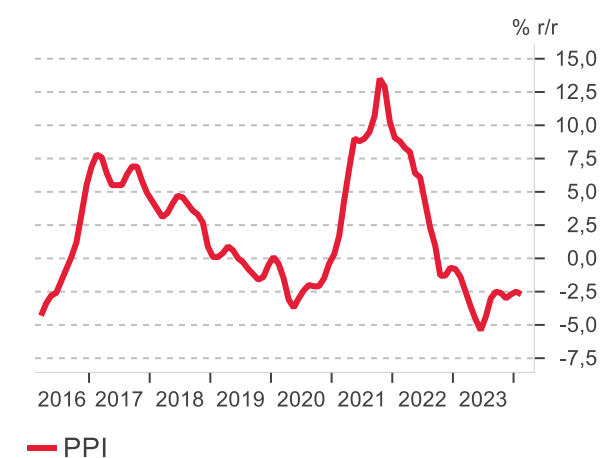
Słabość procesów cenowych pozwala na dalsze stymulowanie gospodarki

- W lutym chiński CPI powrócił na nieznacznie dodatnie poziomy po kilku miesiącach deflacyjnych odczytów. Struktura danych, w tym niskie poziomy inflacji bazowej oraz silny wpływ czynników jednorazowych, wskazują na przejściowy charakter wzrostów CPI. Towarzyszyła temu utrzymująca się deflacja w sektorze przemysłowym przy czterech miesiącach z rzędu ujemnych miesięcznych dynamik. W PPI spadają ceny zarówno trwałych dóbr konsumenckich, jak i dóbr pośrednich. Te uwarunkowania promieniują na pozostałe regiony i zapewne będą wpływać na procesy cenowe w europejskim przemyśle. Ograniczony potencjał popytu wewnętrznego i relatywnie mocna akcja kredytowa w przemyśle sygnalizują, że chińskie firmy w kanale eksportowym mogą upatrywać przestrzeni do ekspansji. W efekcie rosnąć może presja konkurencyjna, która przyczyniać się będzie do utrwalenia globalnej presji deflacyjno-deflacyjnej w obszarze dóbr trwałych.
- Połączenie słabnącej dynamiki akcji kredytowej, niskiej presji inflacyjnej oraz niepewności dotyczącej tempa wzrostu gospodarczego, będzie skutkowało dalszym luzowaniem policy-mix. Oczekujemy kontynuacji silnej ekspansji fiskalnej nakierowanej na utrzymanie popytu wewnętrznego, zwłaszcza w obszarze budownictwa. Poza emisjami specjalnych obligacji na potrzeby samorządów, władze zapowiedziały specjalne emisje w obszarach strategicznych. W efekcie łączny deficyt może przekraczać 7% PKB. Towarzyszyć temu będzie dalsze lekkie luzowanie polityki monetarnej i makroostrożnościowej, aby możliwie jak najbardziej ograniczyć koszty obsługi długu przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym.
- Działania stymulujące w obszarze polityki monetarnej będą ograniczane przez kwestie kursowe. W bieżących uwarunkowaniach prawdopodobna wydaje się presja na osłabienie yuana. Oczekujemy, że LBC będzie starał się ją łagodzić. Wysokie poziomy USDCNY mogą bowiem wywoływać kolejną falę napięć w relacjach handlowych USA-Chiny, zwłaszcza w prawdopodobnym scenariuszu zmiany po wyborach prezydenckich w USA.

Niskie odczyty inflacyjne zwiększają przestrzeń do stymulacji monetarnej

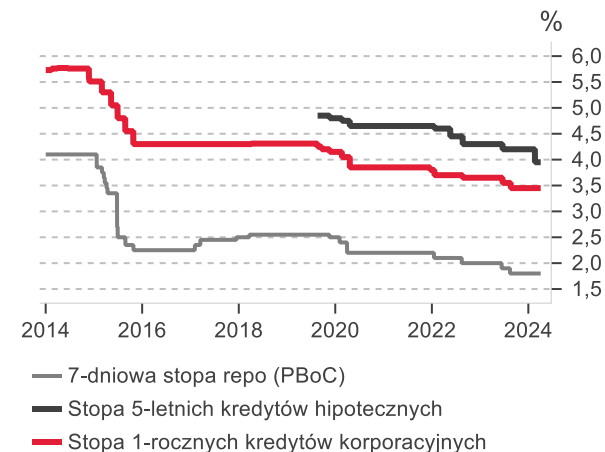


Źródło: Macrobond.

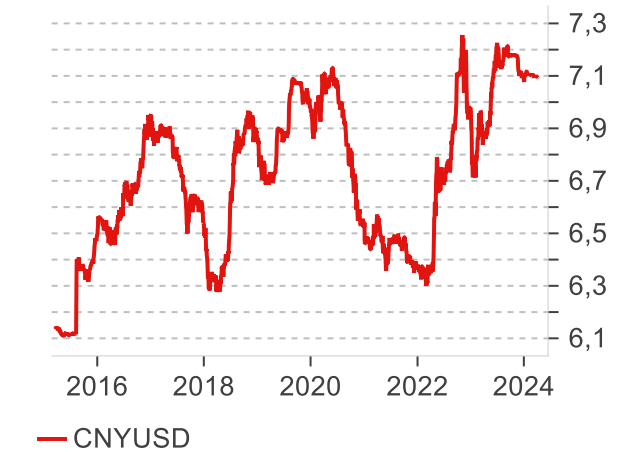


Źródło: Macrobond.

Słabość yuana ograniczeniem dla dalszych obniżek stóp



Źródło: Macrobond.

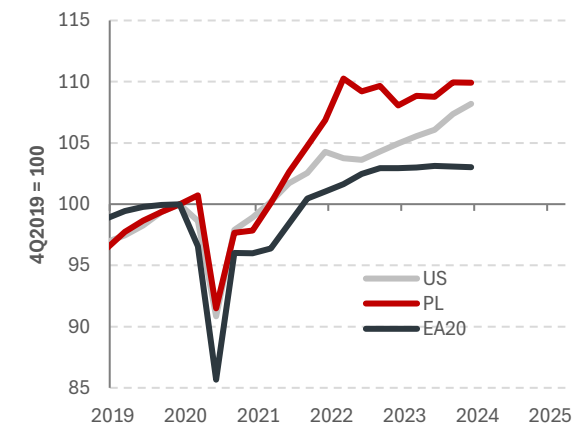
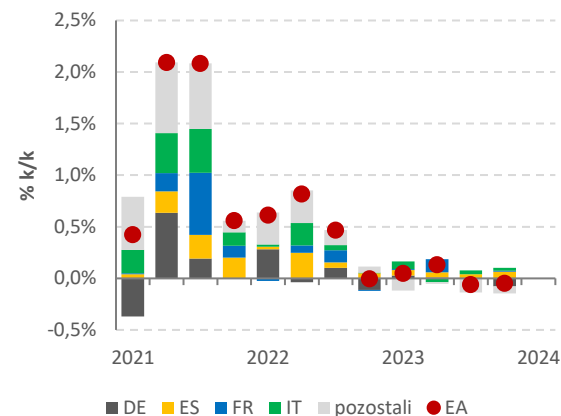


Źródło: Macrobond.

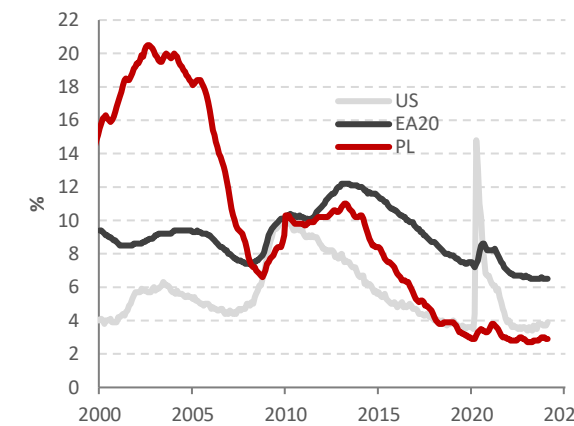
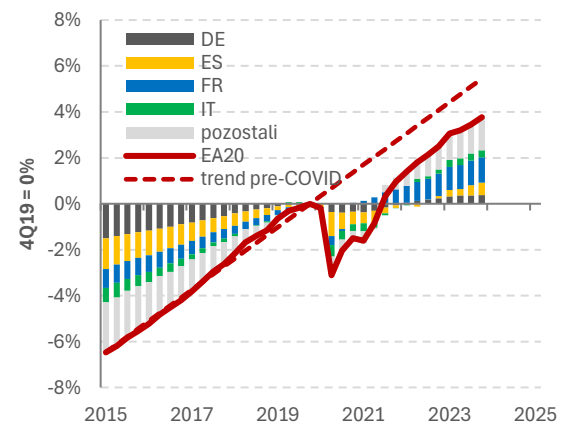
Stagnacja gospodarcza Europy

- Stary kontynent z już piąty kwartał z rzędu praktycznie nie wyprodukował żadnego wzrostu gospodarczego. PKB krajów strefy euro w ujęciu realnym znajduje się niewiele powyżej poziomu sprzed pandemii, choć na jej strukturalne problemy to i tak nie najgorszy wynik. Taki wynik to pochodna recesji w przemyśle (-3,2% r/r), która paruje raczkujące ożywienie w sektorze usług (+1,0% r/r). Największą recesję przeżywa przemysł krajów spoza „wielkiej czwórki” (Niemcy, Hiszpania, Francja, Włochy) poprzez kanał powiązań z niemieckim odpowiednikiem, gdzie skala recesji pozostaje umiarkowana. Gorzej od przemysłu radzi sobie budownictwo, któremu nie udało się odtworzyć wolumenu produkcji sprzed lockdownów. Wyjątkiem są Włochy, gdzie sektor przeżywa dynamiczne ożywienie i jego realna wartość dodana znajduje się już 40% powyżej poziomu z 2019 r. To efekt programu SuperBonus, w ramach którego włoska administracja zwiększała skłonność do projektów renowacyjnych poprzez atrakcyjne ulgi podatkowe. Wypadkowo spowolnienie gosp. było silniejsze tam, gdzie udział sektorów produkcyjnych był najwyższy.
- Wstępne wskazania indeksów koniunktury za pierwsze miesiące tego roku sugerują wstrzemięźliwość wobec optymistycznych scenariuszy. Z jednej strony w raportach S&P PMI zaczynają pojawiać się sygnały uspokojenia spadków nowych zamówień i bieżącej produkcji, z drugiej badania konsumentów i przedsiębiorstw KE sugerują brak przetomu w popycie konsumenckim, aczkolwiek przy odbudowującej się powoli książce zleceń. Sugeruje to niskie momentum koniunktury co najmniej w pierwszej połowie tego roku.
- Najsilniejszym elementem koniunktury w strefie euro pozostaje rynek pracy. Wielkość zatrudnienia konsekwentnie od drugiej połowy 2020 roku poprawia się w każdym kraju członkowskim. Na tle strefy euro (+1,2% r/r) największą dynamikę prezentuje Hiszpania (+3,6% r/r), w której obecny poziom zatrudnienia (21,4 mln) po wieloletniej recesji niemal powrócił do maksimum sprzed ostatniego kryzysu finansowego w 2008 r. Koresponduje z tym rosnący współczynnik aktywności zawodowej, szczególnie starszych kohort wiekowych (+3,8 p.p. do rekordowych w historii 67,8%). W tle stopa bezrobocia kontynuuje przedpandemiczny trend spadkowy, aczkolwiek tempo jej poprawy wyhamowało w ostatnim czasie. Wynagrodzeniom w ujęciu realnym udało się powrócić nad kreskę i w IV kw. ich dynamika wyniosła +2,0% r/r z Hiszpanią (+3,6% r/r) i Włochami (+2,4%) z „wielkiej czwórki” na prowadzeniu.

Wzrost krajów strefy euro na tle Polski i USA



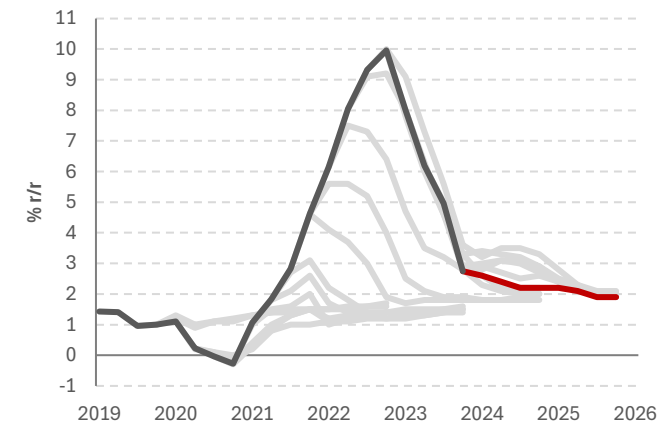
Zatrudnienie i stopa bezrobocia



Procesy cenowe wspierają decyzję o łagodzeniu polityki pieniężnej

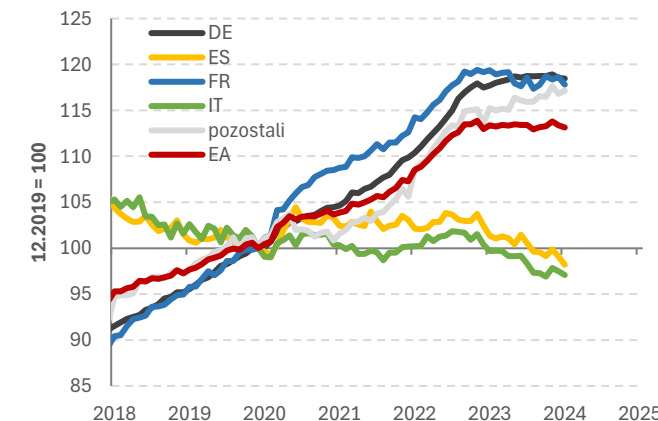
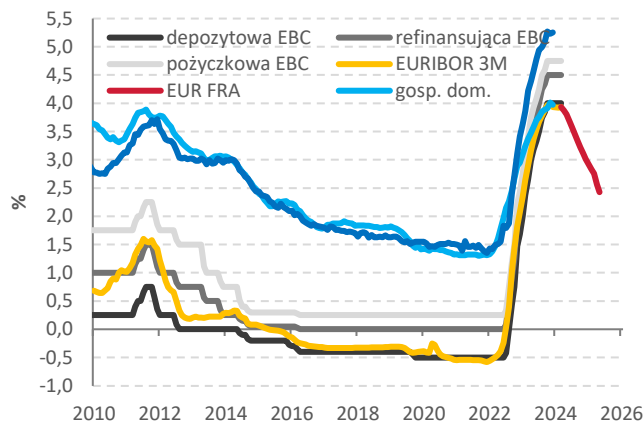
- Obecny stan koniunktury tworzy sprzyjające środowisko dla procesów dezinflacyjnych. Ze szczytów na poziomie ponad 10% r/r inflacja w strefie euro zdążyła spaść do lutego (2,4% r/r) niewiele powyżej celu inflacyjnego EBC (2,0% r/r). W tym kierunku wyprzedziła bazową część koszyka, w którym komponent usług wykonywanych osobiście wydaje się oporny na normalizację. Koreluje z tym wysoka dynamika wynagrodzeń w tym sektorze. Wypadkowo ostatnie spadki inflacji to efekt spadków szerokiego przekroju dóbr. Dynamika cen producentów znajduje się głęboko poniżej zera (-8,4% r/r), a poniżej tego poziomu zesza także bazowa część tego koszyka (z wyłączeniem sektorów energetycznych) będąca się obecnie na poziomie -1,5% r/r.
- Ewentualne obawy z zatrzymaniem procesu dezinflacyjnego są łagodzone przez widoczną w szerokim przekroju geograficznym słabość akcji kredytowej od połowy 2022 roku. Najgorzej pod tym względem wypadają Hiszpania i Włochy, a najlepiej kraje unii walutowej spoza „wielkiej czwórki”. Nakazuje to wnioskowanie, że obecny koszt kredytu dla gosp. dom. i przedsiębiorstw, najwyższy od ostatniego kryzysu finansowego, jest zbyt wysoki dla większości podmiotów gosp. Wolumen udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego maleje w ujęciu rocznym, a roczna dynamika M3 znajduje się niewiele powyżej zera (+0,1% r/r). Najmocniej cierpią na tym kredyty hipoteczne, z czym koresponduje słabość wyników budownictwa.
- Sądzymy w związku z tym, że inflacja będzie nadal zmierzała do akceptowalnego przez EBC przedziału poniżej 2,0% r/r, aczkolwiek w istotnie wolniejszym tempie niż do tej pory. Będzie to spowodowane efektem ww. utrzymującego się momentum w niemałej części cen usług oraz efektami bazy. Silny rynek pracy może utrudniać ten kierunek i sam EBC spodziewa się, przy założeniu niezmiennych stóp, że na koniec tego roku HICP znajdzie się 0,2 p.p. powyżej celu, a na koniec 2025 tylko 0,1 p.p. poniżej tego poziomu. Rynkowa wycena stóp procentowych EBC wskazuje jednak na oczekiwanie głębokiego luzowania polityki pieniężnej. Inwestorzy spodziewają się przyłożenia większej wagi do stagnacji wzrostu gosp. Sądzymy, że tempo obniżek stóp procentowych nie będzie tak dynamiczne jak przewiduje obecna wycena.

Inflacja cen konsumentów i projekcje inflacyjne EBC



1) Stopy procentowe EBC, ich wycena rynkowa oraz koszt kredytu gosp. dom. i przeds.

2) Agregat udzielonego kredytu dla sektora niefinansowego



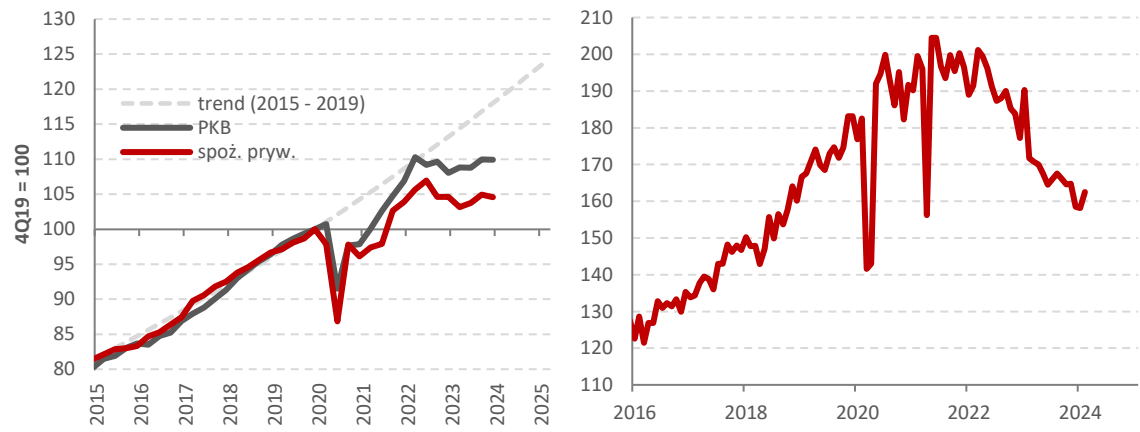
W kraju

A diagram consisting of a white square centered within a larger gray square. The text "W kraju" is positioned to the left of the white square, overlapping the gray square's border.

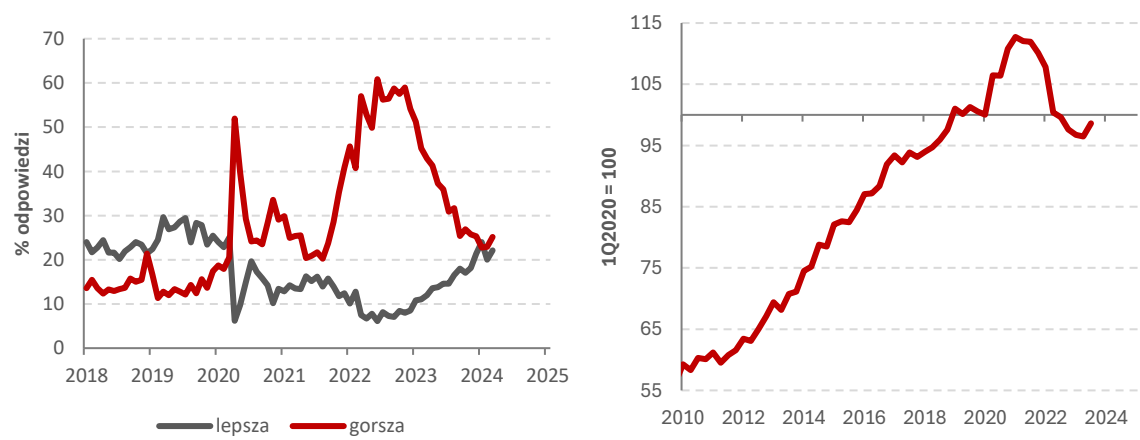
Widoki na poprawę wydatków konsumpcyjnych

- Z początkiem roku została przerwana spadkowa seria sprzedaży detalicznej z listopada i grudnia. W styczniu i w lutym obserwowaliśmy jej solidne wzrosty. Wypadkowo jej zdeflowany indeks powrócił do maksimów z 2022 roku, aczkolwiek pozostając wciąż ok. 10% poniżej trendu sprzed lockdownów, podobnie jak agregat spożycia prywatnego ogółem. Na wyraźnym prowadzeniu znajdują się wydatki na zdrowie i na samochody, przy pozostałych kategoriach dopiero otrzepujących się z recesyjnego okresu lat 2022-2023. Szczególnie istotnej skali okazały się spadki w zakupie mebli. W związku z tym sektor ten był tym, który najmocniej redukował zatrudnienie w ostatnim czasie.
- W ostatnich miesiącach widoczna jest poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Konsumenci ponownie pozytywnie zaczynają oceniać swoją sytuację finansową, spodziewają się stabilizacji cen i nadwyżek oszczędności, nie przewidują utraty pracy oraz zaczynają planować ważniejsze wydatki. Oddziałuje na to wzrost dochodów rozporządzalnych, nie tylko ze względu na wyższą dynamikę realnych płac, lecz także na transfery socjalne. Koresponduje z tym silny wzrost posiadanych depozytów w systemie bankowym wobec wciąż niskiej skłonności do alokacji oszczędności w pozadłużnych instrumentach finansowych. Te straciły na realnej wycenie najmocniej w wyniku ostatniej fali inflacji, przekładając się na realne zubożenie gosp. dom. do poziomu sprzed pandemii.
- Spodziewamy się wzrostu konsumpcji w bieżącym roku na poziomie przekraczającym 4,0%. Czynnikiem niepewności jest negatywny wpływ uwolnienia cen energii w II połowie roku. Skokowa zmiana kosztów przy niskim poziomie stopy oszczędności (1,9% w III kw., a więc wyłączając pierwszą połowę 2022 roku niemal najniżej w historii), może ponownie przestraszyć konsumentów. Ryzykiem może być także silna odbudowa realnych oszczędności. Zmienność uwarunkowań makroekonomicznych w ostatnich latach, w tym wahania inflacji oraz wysokie stopy procentowe, sprzyja przezornościowemu motywowi podnoszenia oszczędności. Niemniej sądzimy, że wpływ tych czynników, choć istotny dla samego tempa wzrostu wydatków, nie będzie na tyle silny, by zakłócić wzrostowy trend konsumpcji.

- 1) Spożycie prywatne gosp. dom. na tle produkcji ogółem
- 2) Sprzedaż detaliczna mebli w cenach stałych (odsez.)



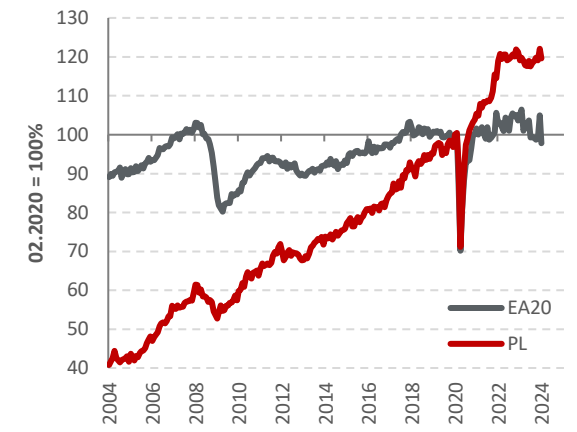
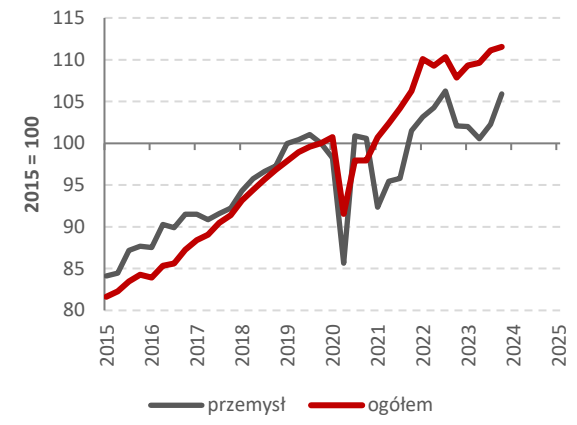
- 1) Ocena przyszłej sytuacji gosp. dom.
- 2) Zdeflowane CPI aktywa gosp. dom.



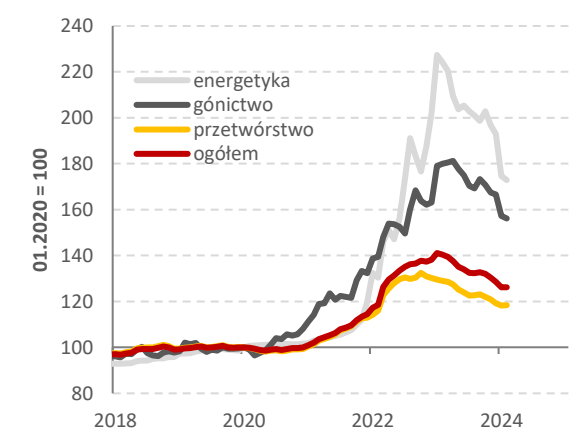
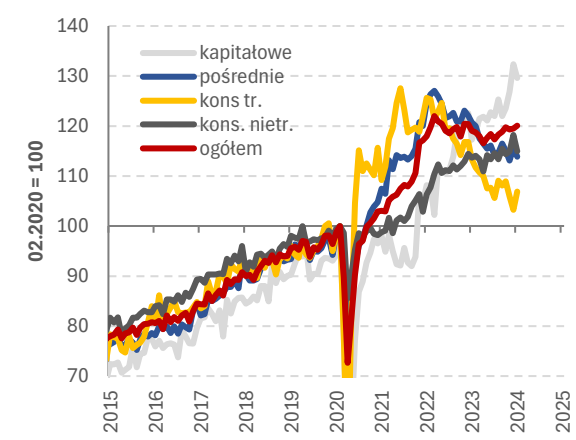
Przemysł wychodzi z recesji

- Krajowe przetwórstwo na tle wszystkich branż najmocniej poturbowało się w trakcie spowolnienia 2022-2023. Od szczytu w III kw. 2022 roku zmalało o niemal 6,0%, do poziomu sprzed lockdownów. Do tej recesji najmocniej przyczyniły się konsumenckie dobra trwałe (meble, elektronika) oraz dobra pośrednie w szerokim przekroju, ale w szczególności urządzenia elektryczne, wyroby z drewna. Miało to miejsce w ramach ogólnoeuropejskiego trendu, który rozpoczął niemal półtoraroczną stagnację gospodarczą na Starym Kontynencie po serii podwyżek stóp banków centralnych i jednocześnie wobec kryzysu podażowego energii. O ile jednak w trakcie tej stagnacji strefa euro pozostaje na poziomie sprzed lockdownów, polska produkcja przemysłowa znajduje się 20% wyżej.
- Jednocześnie zdeflowana wartość dodana wspięła się w pobliże historycznych maksimów, choć wciąż znajduje się za branżami usługowymi. Do tego wzrostu najmocniej kontrybuowały z kolei dobra kapitałowe (automotive, wyroby z metali) oraz żywność i energetyka. Pojazdy samochodowe i żywność, będąc od dawna hitami eksportowymi, skutecznie poprawiały saldo bilansu handlowego.
- Towarzyszą temu nieustannie malejące ceny producentów. W części branż zdążyły już wymazać istotną część z dynamicznego wzrostu od 2022 roku. Zadziały tutaj podwyżki stóp procentowych NBP, aprecjacja złotego oraz przecena surowców energetycznych i żywności na światowych rynkach.
- Uważamy, że ożywienie w przemyśle w tym roku będzie o umiarkowanej skali. Na przeszkodzie w „gazie do dechy” stoją jeszcze nieprzełamana słabość koniunktury w strefie euro (kanał eksportowy) i restrukturyzacja podmiotów w branżach. Rekordowy udział zagranicznej wymiany handlowej w PKB pozostawia mniejsze pole krajowemu popytowi do wystarczającego rozpędzenia sektora. Jednocześnie maleją szanse na dalsze dynamiczne spadki cen producentów. Respondenci ankietowani w badaniach GUS spodziewają się wzrostu kosztów, a potencjał do dalszego umocnienia krajowej waluty jest niewielki.

- 1) Wartość dodana w przemyśle na tle gospodarki ogółem
- 2) Polska produkcja przemysłowa na tle tej w strefie euro



- 1) Produkcja ważniejszych kategorii przemysłowych
- 2) Indeks PPI

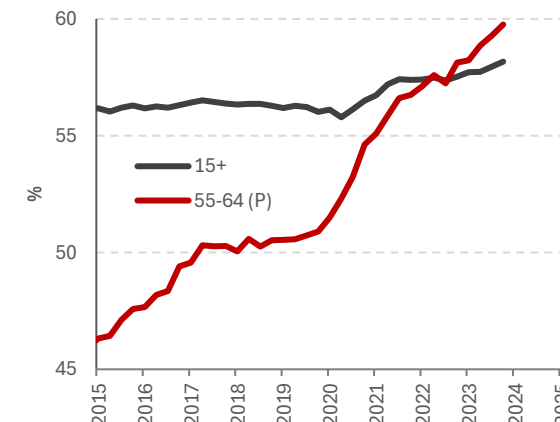
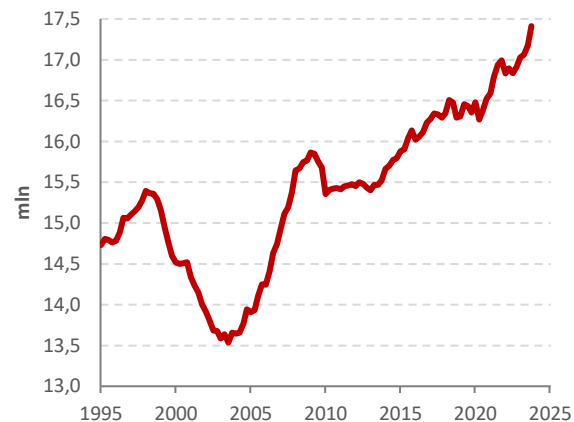


Rynek pracy

- Na koniec zeszłego roku zatrudnienie w gosp. nar. podniosło się do historycznego maksimum na poziomie 17,4 mln osób. To 6,5% powyżej poziomu sprzed lockdownów. Korespondował z tym istotny wzrost aktywności zawodowej. Podniosła się ona od tego czasu o 2,2 p.p. – do rekordowego poziomu 58,2%. Szczególnie silny wzrost odnotowano w przedziale wiekowym 55-64 lat, w przypadku którego aktywność wzrosła o niemal 9,0 p.p. W podziale na branże wzrostom przewodzi większość sektora usług. Szczególnie silny wkład mają sektor rządowy (+3,2 p.p.), usługi biznesowe i profesjonalne (+1,7 p.p.) oraz IT (+1,5 p.p.). Jednocześnie przemysł i budownictwo przeprowadzają redukcję zatrudnienia (odpowiednio -0,7 p.p. i -0.4 p.p.). Wypadkowo stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie (3,0%), bliskim historycznym minimum (2,6%). Poza Maltą i Czechami to najniższa wartość w krajach UE.
- Wypłacany pracownikom fundusz wynagrodzeń znajduje się w ujęciu realnym w silnym trendzie wzrostowym (9,4% r/r). Ma on miejsce we wszystkich branżach gospodarki, z przemysłem (+3,3 p.p. r/r) i handlem detalicznym (1,8 p.p. r/r) na prowadzeniu. Po części są to efekty bazy, ponieważ te branże najmocniej odczuły wcześniejsze spowolnienie wzrostu gosp. Finalnie skutkuje to jednak istotną poprawą nastrojów konsumenckich ze względu na odbudowę poduszki płynnościowej, szczególnie w sytuacji realnej wartości aktywów gosp. dom. poniżej poziomów sprzed lockdownów.
- Deklarowane w badaniach koniunktury GUS plany dotyczące zatrudnienia wskazują na najbardziej optymistyczny obraz od 2019 roku. Wobec wysokich wartości aktywności zawodowej będzie to jednak trudne do zrealizowania, co presję na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń. W przeprowadzanych przez NBP badaniach na taki krok decyduje się najwyższy w historii szeregu odsetek respondentów. Dodatkowo planowana kwota podwyżek jest także najwyższa w historii. Te czynniki będą przemawiały za dalszą ciasnością rynku pracy w horyzoncie prognoz. Niemniej sądzimy, że niewielki jest potencjał do utrzymania realnej dynamiki wynagrodzeń powyżej 6,0% r/r. Widzimy tu ograniczenie w postaci ograniczonej ostatnio dochodowości sektora przedsiębiorstw oraz efekty wysokiej bazy.

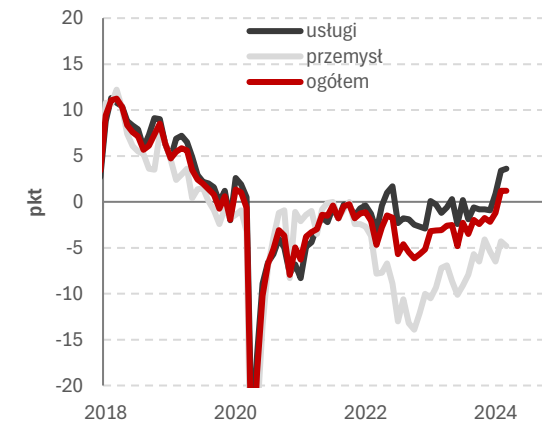
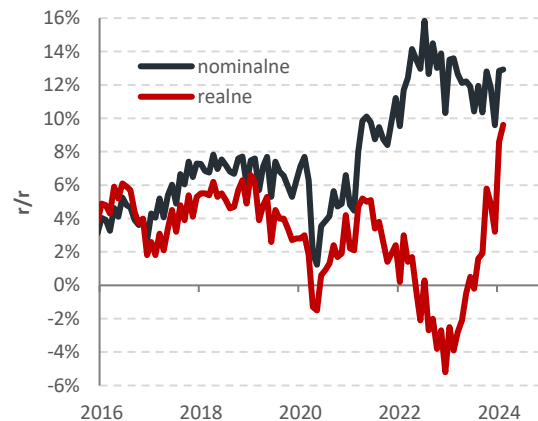
1) Liczba zatrudnionych w gosp. nar. (odsez.)

2) Aktywność zawodowa wybranych grup wiekowych (odsez.)



1) Miary wzrostu wypłacanych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw

2) Deklarowane w badaniach koniunktury plany wzrostu zatrudnienia (odsez.)

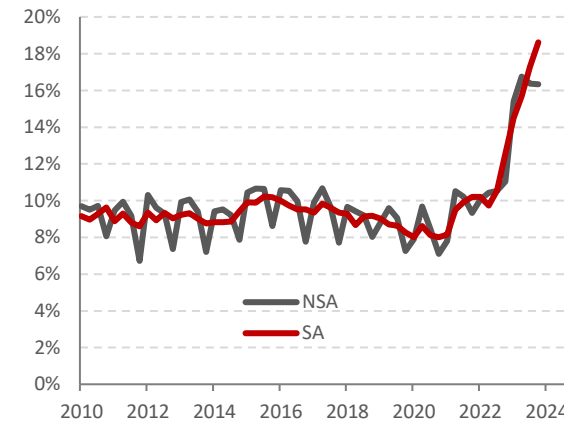
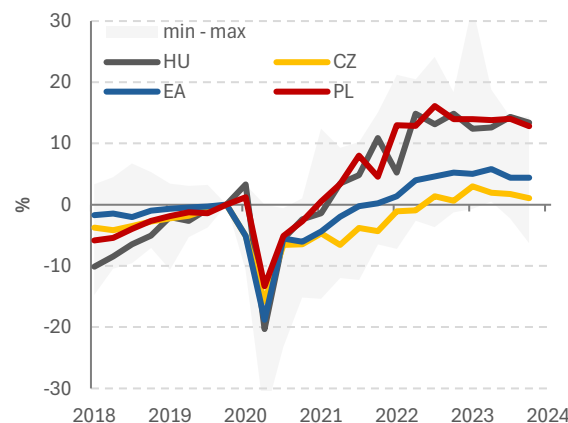


Przedsiębiorstwa kończą rok z tarczą

- Sektor przedsiębiorstw wyszedł obronną ręką ze spowolnienia gosp. na przełomie 2022 i 2023 r. W ujęciu rocznym zdeflowana nadwyżka operacyjna zmalała o 0,3% wobec wzrostu PKB o 0,2%. W obliczu cyklu spowolnienia gospodarczego oraz istotnej redukcji zapasów należy uznać to za dobry wynik, spójny z sytuacją odpowiedników w pozostałych krajach europejskich.
- Dochodowość sektora obniżyła się wobec polockdown'owych szczytów, ale wciąż znajduje się na poziomach, które przed tym okresem należałoby ocenić jako wysoki. W najtrudniejszej sytuacji znajdował się i wciąż pozostaje krajowy przemysł, który najmocniej odczuł redukcję zagregowanego popytu z zeszłego roku. Odnotował wówczas rekordową stratę 39,3 mld zł, wypadkowo po raz pierwszy w historii obniżając swoją dochodowość poniżej sektora usług. Dodatkowo zauważalne umocnienie złotego nie wspierało wyniku eksporterów. Niemniej towarzyszy temu wewnętrzna restrukturyzacja. Produktivność przetwórstwa podniosła się w zeszłym roku o 7,0%, co było wynikiem lepszym od średniej w gospodarce (+4,6%) i w kontrze do niektórych sektorów usługowych (IT -8,3%).
- Najwyższą dochodowość odnotowało budownictwo wspierane wysokimi wydatkami inwestycyjnymi samorządów (+44,0%), jednak wraz z pauzą pomiędzy perspektywami unijnymi wyczerpał się potencjał do utrzymania jej na tak wysokim poziomie. Wsparcie sektor może znaleźć w drugiej połowie roku, wraz z wdrażaniem KPO.
- Najlepsze perspektywy prezentuje sektor usług, który odpowiada za przeważającą większość wzrostu gospodarczego. W zauważalnym trendzie wzrostowym znajduje się badany w ankietach GUS odsetek deklaracji o braku barier w prowadzeniu działalności. W kilku przypadkach (IT, obsł. rynku nieruch., usł. biz., usł. adm.) dotarł on nawet blisko historycznych maksimów. Przekłada się to na najszybszą roczną dynamikę wzrostu produkcji ze wszystkich branż, w tym szczególnie obsł. rynku nieruch. (+8,2%).
- Niezależnie od branży, powszechnie deklarowany w ankietach i oczekiwany przez rynek jest spadek dynamiki inwestycji. Koresponduje z tym recesja kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Częściowo jest to wymuszone przez presję płacową (raportowaną przez rekordowy odsetek przedsiębiorstw) i planowaną skalę podwyżek. Płynność pozostaje jednak na historycznie wysokim poziomie.

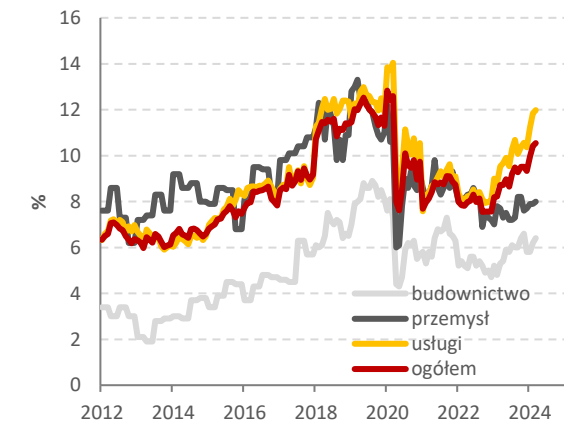
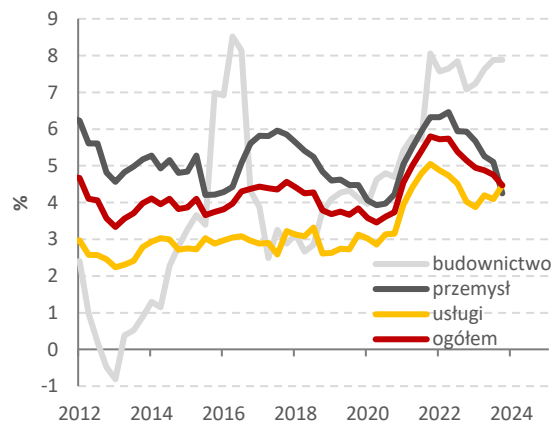
1) Zmiana zdeflowanej nadwyżki operacyjnej wybranych gospodarek od 4Q2019*

2) Udział kapitału obrotowego netto w aktywach



1) Rentowność netto wg branż

2) Odsetek netto przedsiębiorstw deklarujących brak barier w prowadzeniu działalności

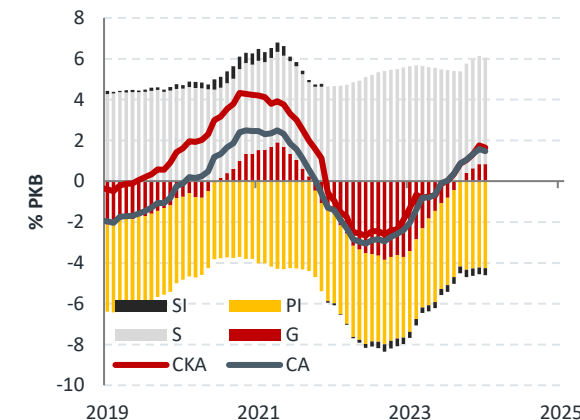
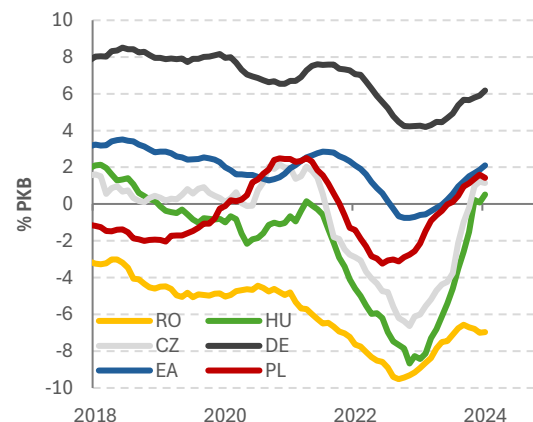


Spokojna przyszłość równowagi zewnętrznej

- Po tymczasowej stabilizacji w grudniu, saldo rach. obr. bież. (CA) powróciło w styczniu na wcześniejsze rejony nadwyżki powyżej +1,0 mld EUR miesięcznie, co odpowiada ok. 1,6% PKB. Na nadwyżkę składają się dodatkowo saldo dóbr (G) i usług (S), przy ujemnym saldzie dochodów pierwotnych (PI) i wtórnych (SI).
- W bilansie dóbr udało się ustabilizować saldo w deficytowych kategoriach (m.in. surowce, chemia), przy rekordowych poziomach nadwyżkowych kategorii (szerokie spektrum dóbr przemysłowych, automotive, żywność). To trend obecny w większości gospodarek UE po podażowym kryzysie energetycznym z drugiej połowy 2022 roku, choć o różnej skali. Węgrom i Czechom udało się zlikwidować deficyt, ale Rumuni znajdują się niewiele powyżej lokalnego minimum salda bilansu płatniczego.
- W przypadku usług, przeważająca większość podkategorii odnotowała historyczne rekordy nadwyżek (transport, telekomunikacja, usługi biznesowe). Ich saldo (+5,3% PKB) utrzymało się blisko historycznych rekordów z końca 2022 roku (+5,6% PKB). Stagnacja gosp. Starego Kontynentu wpłynęła jednak na istotne wyhamowanie wolumenów (szczególnie w transporcie), przy czym wydaje się, że roczna dynamika eksportu i importu znalazła już lokalne dno. Pierwsze oznaki ożywienia w strefie euro powinny wesprzeć wzrost tych zmiennych. Polska znajduje się w czołówce krajów o najlepszych wynikach realnego eksportu usług od lockdownów.
- Konkurencyjna pozycja Polski w sektorze usług pomoże złagodzić wysoki i rosnący deficyt w dochodach pierwotnych. To efekt zarówno wysokich zysków nierezydentów z obecnych już w kraju inwestycji bezpośrednich, jak i napływu nowego kapitału, aczkolwiek tempo tego drugiego trendu wyhamowało nieco w ostatnim czasie. Na nowe maksima wspinają się wypłacone odsetki i dywidendy. Tempo tego zjawiska jest tylko częściowo łagodzone przez symboliczną poprawę dochodu z polskich aktywów za granicą i dodatnie saldo transferów unijnych. Z nadwyżki w segmencie dochodów wtórnych Polska przeszła do deficytu, co najpewniej należy wiązać z wypłaconymi transferami na Ukrainę.
- Podtrzymujemy naszą prognozę, że CA ukształtuje się w tym roku blisko 1,0%, czyli nieco poniżej wyniku z zeszłego roku (1,6%). Dotychczasowe sygnały sugerują, że podobna pozostanie także jego struktura. Łączny wynik transakcji z zagranicą (CKA) zostanie wsparty niedługo także przez nadchodzące wypłaty z KPO.

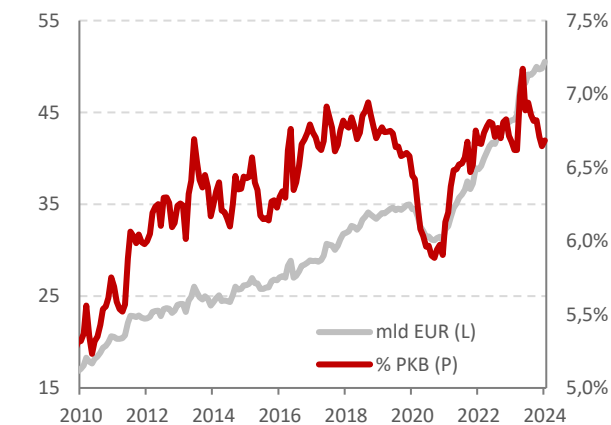
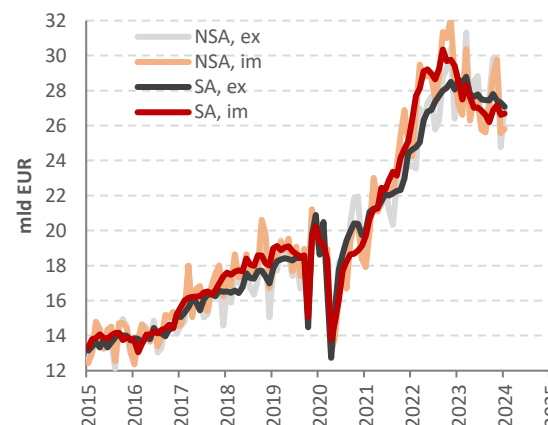
1) Rach. obr. bież. wybranych krajów UE i strefy euro

2) Kategorie polskiego rach. obr. bież.



1) Nominalne wartości eksportu i importu dóbr

2) Strona debetowa dochodów pierwotnych

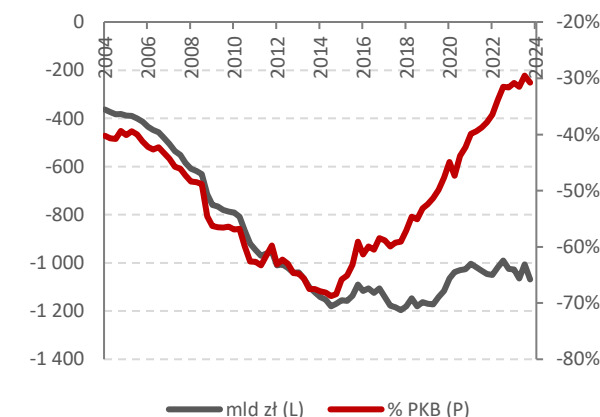
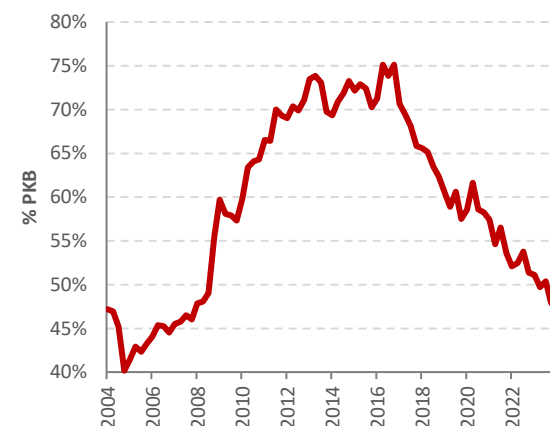


Silny złoty poprawił pozycję inwestycyjną, ale zagrożenia na horyzoncie

- Na koniec IV kw. zeszłego roku zadłużenie zagraniczne Polski wyrażone w złotych jako % PKB zmalało o kolejne 2,2 p.p. i wyniosło 48,4%. To najmniej od 2008 r., czyli sprzed kryzysu finansowego, gdy nastąpiła skokowa deprecjacja złotego, NBP zawarł dużej skali swapy walutowe, a rząd rozpoczął trwający do 2015 r. intensywny proces zwiększania zadłużenia zagr. W ostatnim kwartale to wyłącznie zasługa silnej aprecjacji złotego (piąty kwartał z rzędu), ponieważ ten wskaźnik wyrażony w euro podniósł się o 0,1 p.p., do 49,2%. Pogorszeniu o oczko uległa także międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto wobec najlepszych w historii wyników w III kw. W złotym jej saldo obniżyło się o 1,3 p.p., w euro o 2,7 p.p. W ujęciu rocznym obie miary kontynuują trend poprawy, notując najlepsze lub prawie najlepsze wyniki w historii. Wypadkowo, udział długu zagr. w długu SP ogółem, znajduje się na historycznych minimach – blisko 22%.
- Dotychczasowa poprawa (-27,2 p.p.) to efekt przede wszystkim redukcji zadłużenia zagranicznego rządu (mniejsza skala emisji obligacji zagr.). Na drugim miejscu jest sektor finansowy, który kontynuuje spłaty zaciągniętych zobowiązań w CHF na poczet kredytów frankowych. Dodatkowo, w wyniku ostatniej stagnacji akcji kredytowej w kraju, do trendu przyłączył się sektor przedsiębiorstw niefinansowych. W drugą stronę w ostatnim czasie działał NBP, który od lockdownów zwiększa zaangażowanie na rynkach zagranicznych, m.in. poprzez swapy z bankiem centralnym Ukrainy.
- Naszym zdaniem słabną przesłanki do oczekiwania tak dynamicznej poprawy tego wskaźnika jak do tej pory. Po pierwsze, nie spodziewamy się dalszego istotnego umocnienia złotego. Po drugie, pojawiające się powoli ożywienie gosp. w kraju może finalnie poprawić akcję kredytową i zwiększyć skłonność krajowych przedsiębiorstw to zaciągania pożyczek za granicą. Temu kierunkowi będą sprzyjały także oczekiwane przez nas obniżki stóp przez EBC. Po trzecie, emisje obligacji zagr. przez MF już w pierwszym kwartale tego roku przekroczyły ich nominalną z zeszłego (47,7 mld zł vs 46,0 mld zł). Zaplanowane w ustawie zagraniczne potrzeby pożyczkowe znajdują się w trendzie wzrostowym, a dodatkowo rząd będzie poszukiwał finansowania do zakupów zbrojeniowych, które najbezpieczniej będzie przeprowadzić z pominięciem krajowej waluty. Tym samym nie wykluczamy scenariusza, w którym zadłużenie zagr. wyrażone w złotym jako % PKB podniesie się w najbliższym czasie.

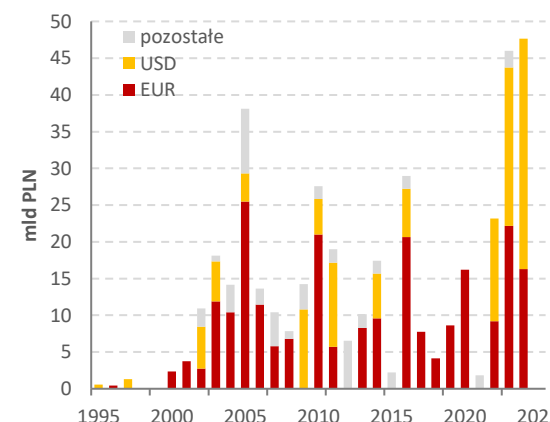
1) Zadłużenie zagraniczne Polski

2) Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (nIIP)



1) Nominał obligacji wyemitowanych przez MF w walutach obcych

2) Udział długu zagranicznego w długu SP



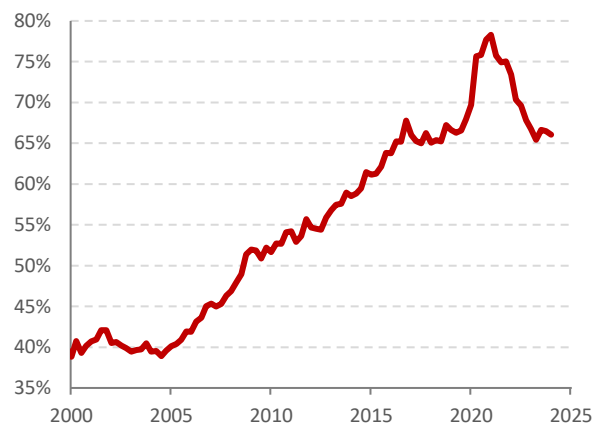
Źródło: NBP, GUS, MF

Brak popytu na kredyt, rentowność banków najwyższa od lat

- Ostatnie miesiące nie przyniosły przełomu w akcji kredytowej. Od rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych przez NBP w 2021 r., roczna dynamika podaży pieniądza M3 zmalała do ok. 7,5% i utrzymuje się od tamtego czasu blisko tego poziomu. Tym samym rośnie w tempie poniżej nominalnego tempa PKB, korygując efekt lockdown'owego *policy mix*. Dodatkowo jej struktura odzwierciedla przede wszystkim wzrost aktywów zagr. krajowego sektora bankowego oraz zadłużenia rządu. Kredyt dla sektora niefinansowego wciąż oscyluje wokół 0% r/r po recesji, w której znalazł się w zeszłym roku.
- Głównym czynnikiem utrzymującym akcję kredytową w ostatnim czasie jest kredyt mieszkaniowy dla gosp. dom. wspierany programem BK2% oraz zapowiedzią dalszych prac legislacyjnych nad kontynuacją tego programu. W bardzo ograniczonej skali występuje ożywienie kredytów konsumpcyjnych. Jednocześnie historycznie wysokie poziomy kapitału obrotowego netto oraz stagnacja krajowego eksportu ograniczają popyt na kredyt bieżący ze strony sektora przedsiębiorstw. W ujęciu rocznym zaczęły także maleć kredyty inwestycyjne. Ma to miejsce mimo dosyć niskiego (0,6% PKB) na tle historii obciążenia sektora wysokością płaconych odsetek. Jednocześnie oba sektory notują wyższej skali wzrost depozytów. Wypadkowo relacja kredytów do depozytów znajduje się na historycznych minimach.
- Taka sytuacja odzwierciedla brak wyraźnego popytu na kredyt przy jednoczesnej wysokiej zdolności kredytowej sektora bankowego do jego udzielania. Dzięki podwyżkom stóp procentowych i wysokiej płynności dostarczanej przez NBP, sektor zdołał odbudować dochodowość do najwyższych poziomów od lat, poprawiając pozycję kapitałową do najlepszych w historii wartości (TCR w IV kw. zeszłego roku wyniósł 21,5%). Udział kredytów z utratą ważności pozostaje na historycznych minimach, ale jednocześnie oficerowie kredytowi w badaniach NBP wskazują na zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów. Wydaje się jednak, że to wskazywany zaraz obok braku popytu na kredyt jest główną przyczyną obecnej stagnacji. Zjawisko „pasywności kredytowej” stanowiło już przedmiot badań NBP ([tutaj](#)) i na podstawie ostatnich odpowiedzi ankietowanych podmiotów w badaniach koniunktury GUS sądzimy, że występuje nadal. W związku z tym nie spodziewamy się, by ewentualne obniżki stóp proc. przez NBP były przesądającym czynnikiem w rozwoju akcji kredytowej. Naszym zdaniem większe szanse do jej poprawy może wnieść trwałe ożywienie gospodarcze.

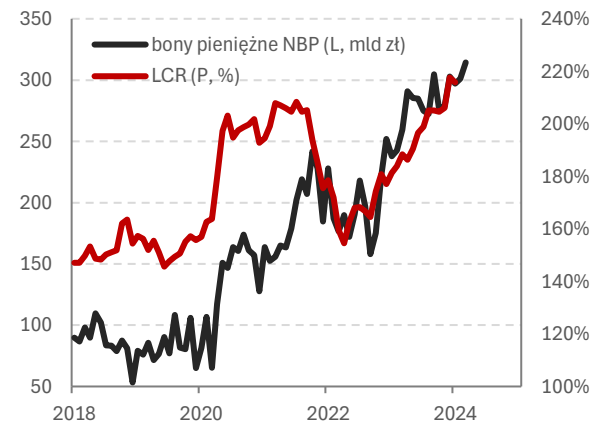
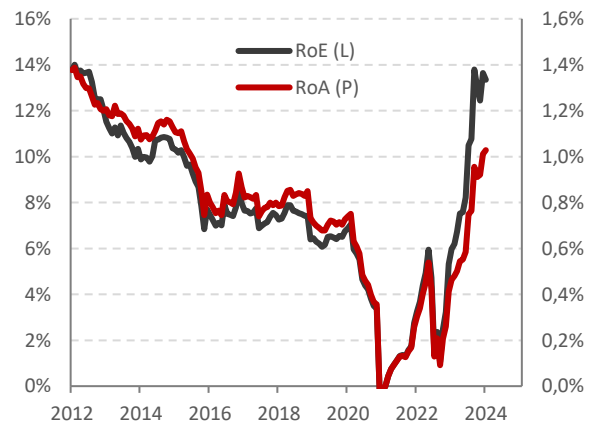
1) Podaż pieniądza M2 jako % PKB

2) Relacja kredytów do depozytów w krajowym sektorze bankowym



1) Miary rentowności sektora bankowego

2) Miary płynności sektora bankowego

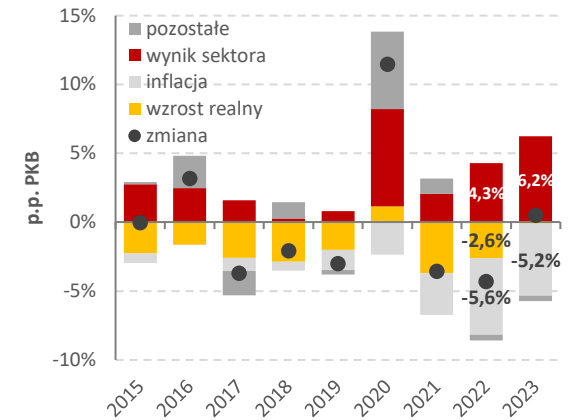
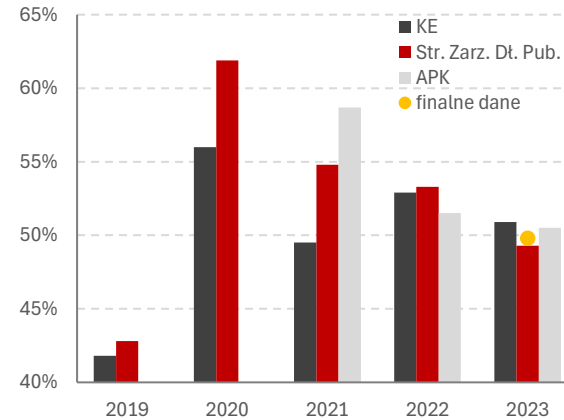


Inflacja była wsparciem dla budżetu, na horyzoncie wyzwania

- Na koniec zeszłego roku dług sektora GG podniósł się o 0,9 p.p. k/k i o 0,3 p.p. r/r – do 49,6% PKB. Miało to miejsce w warunkach spowolnienia gospodarczego i związanego z tym silnego spadku dochodów budżetu państwa w ujęciu realnym. Skutkowało to deficytem sektora na poziomie 173,2 mld zł, co odpowiada 5,6% PKB. Względnie stabilną relację długu do PKB rząd zawdzięcza przede wszystkim inflacji, która odjęła ok. 5,2 p.p. od wskaźnika. Mimo dość wysokich deficytów fiskalnych w ostatnich latach, odpowiada to lepszemu wynikowi niż wcześniej spodziewano się zarówno w MF, jak i w KE, przy niższych prognozach deficytu. Częściowo to efekt niewliczonego w prognozy napływu Ukraińców, którzy stanowią dodatkowe źródło bazy podatkowej. Reszta to efekt odporności krajowych finansów publicznych na wahnięcia koniunktury.
- Obecny rok jest ważnym dla budżetu. Zaplanowano w nim rekordowej skali PPN (6,0% PKB) i deficyt (5,1% PKB) bardziej zbliżony do prognozowanego wzrostu nominalnego PKB (9,6%) niż miało to miejsce do tej pory. Prognozy MF i KE spodziewają się wzrostu długu GG ponownie powyżej 50% PKB (odpowiednio 53,9% oraz 54,4%). Odzwierciedla to wysokiej skali wzrost świadczeń socjalnych i wydatków na zbrojenia oraz obniżkę niektórych podatków. Skala dotychczasowych zaskoczeń odczytami CPI sugeruje, że mianownik ułamka może być niższy niż planowano. W tym kontekście rośnie znaczenie obecnego ożywienia gosp. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej w grudniu podtrzymano prognozę 3,0% realnego wzrostu w tym roku. Tempo poprawy dotychczas opublikowanych miesięcznych wskaźników koniunktury sugeruje, że jest to wynik możliwy do osiągnięcia, z potencjałem niewielkiego zaskoczenia w górę (prognoza BGK 3,4%).
- Tym samym nie można wykluczyć nieco wyższej podaży SPW w tym roku niż zaplanowano w ustawie (239,4 mld zł). W ujęciu płynnego roku wykonanie do marca włącznie (229,8 mld zł) niemal zbliżyło się do tej wartości. Ponadto, w ogłoszonym niedawno planie finansowania potrzeb pożyczkowych na II kwartał, MF przewiduje wolumen SPW do pozyskania równie wysoki, jak w zeszłym kwartale (40 – 55 mld zł), przy czym w ostatnim czasie wykonanie przekracza prognozę (4Q23: 39,0 mld zł vs 25-35 mld zł, 1Q24: 61 mld zł vs 40-55 mld zł).

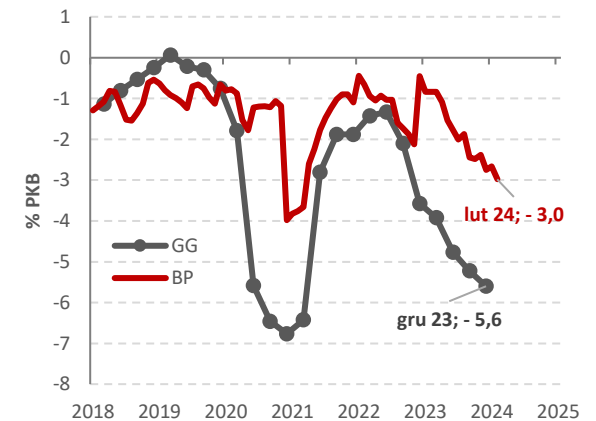
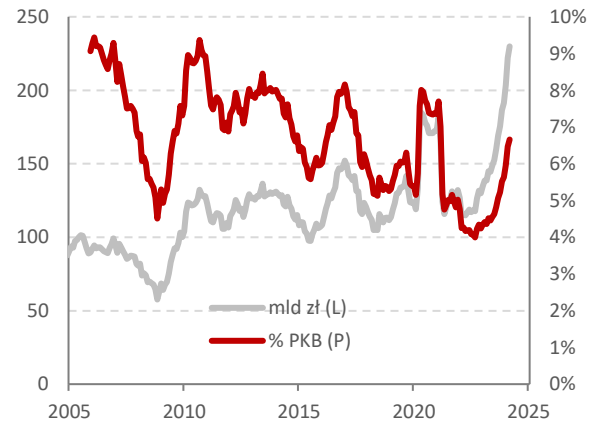
1) Historia prognoz MF długu GG w 2023 r. vs finalne dane

2) Dekompozycja czynników zmiany długu GG



1) Roczna podaż SPW

2) Deficyt budżetu państwa i sektora GG w ujęciu płynnego roku

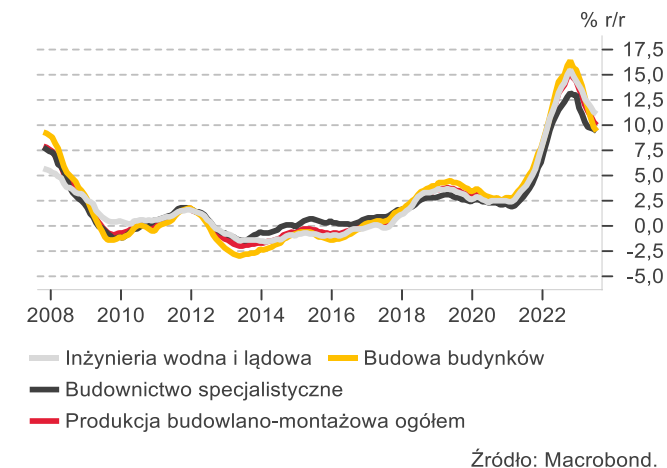
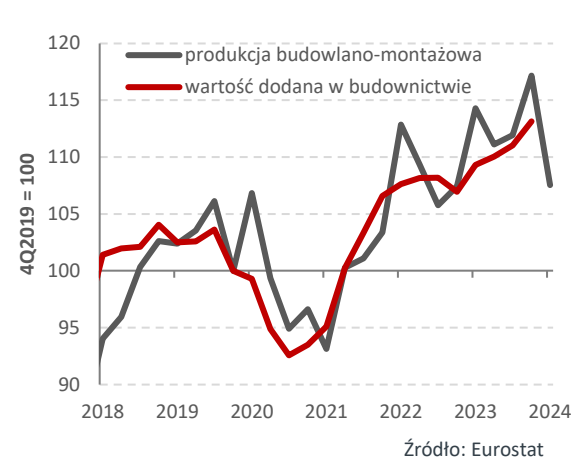


Budownictwo przeszło suchą nogą przez 2023 rok

- Budownictwo ma za sobą udany rok. Wygenerowana w sektorze wartość dodana kolejny raz urosła szybciej niż gospodarka ogółem (+5,8% vs +3,4%). Towarzyszyła temu podobna koniunktura w „zaprzyjaźnionym” sektorze obsługi rynku nieruchomości (+8,2%). Był to efekt wygaszenia szoku popytowego z 2022 roku, gdy NBP rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych. Liczba wydawanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów przerwała trend spadkowy, wspierana programem „Bezpieczny Kredyt 2%”. Pozwoliło to złagodzić skalę recesji w sektorze „budowy budynków”. Pierwsze skrzypce grała jednak inżynieria wodna i śródlądowa, napędzana wydatkami samorządowymi. Te z kolei były wspierane końcową fazą rozliczania budżetu unijnego z poprzedniej perspektywy. Osiągnięty zysk netto w ujęciu płynnego roku wspiął się na rekordowy poziom 13,4 mld zł (RoS 7,9%). Rekordowe wyniki odnotowała także obsługa rynku nieruchomości (3,0 mld zł, RoS 8,5%).
- Perspektywy na bieżący rok należy uznać ogółem za pozytywne. Czynniki demograficzne wspierają strukturalny trend liczby wydawanych pozwoleń na budowę. W budowie pozostaje niemal rekordowa liczba mieszkań, a w przestrzeni publicznej pojawiają się propozycje legislacyjne przedłużenia programu BK2% w innej formie. Sądzymy jednak, że wydatki infrastrukturalne nie powtórzą już wyniku z zeszłego roku wobec paazy pomiędzy perspektywami unijnymi. Dodatkowo sektor wydaje się zmagać z negatywnymi czynnikami podażowymi. Świadczy o tym istotnie słabsza dezinflacja wskaźnika PPI w budownictwie wobec odpowiednika w przemyśle. Tutaj czynnikiem łagodzącym może być KPO. Jego najwcześniejsze efekty pojawią się jednak dopiero w 2025 roku. Do tej pory ankietowane przez GUS przedsiębiorstwa nie zgłaszają braku popytu jako istotnej przeszkody w prowadzeniu działalności, ale ten wskaźnik znajduje się wciąż powyżej poziomu sprzed pandemii. Wypadkowo uważamy, że sektor tym razem urośnie mniej niż gospodarka ogółem.

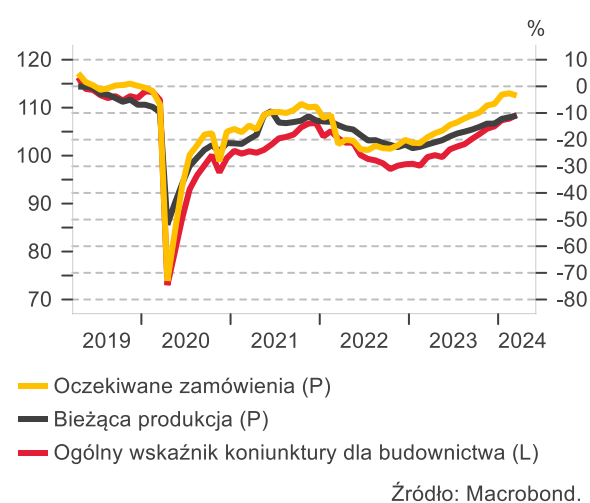
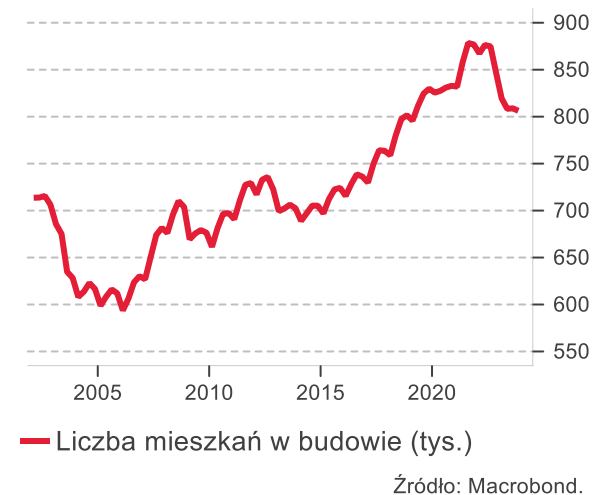
1) Produkcja budowlano-montażowa zaskakiwała przez większość 2023 roku

2) Wciąż silne procesy cenowe świadczą o ograniczeniach podażowych



1) Liczba mieszkań w budowie nadal powyżej 800 tys.

2) Indeks oczekiwanych zamówień na poziomach przedpandemicznych

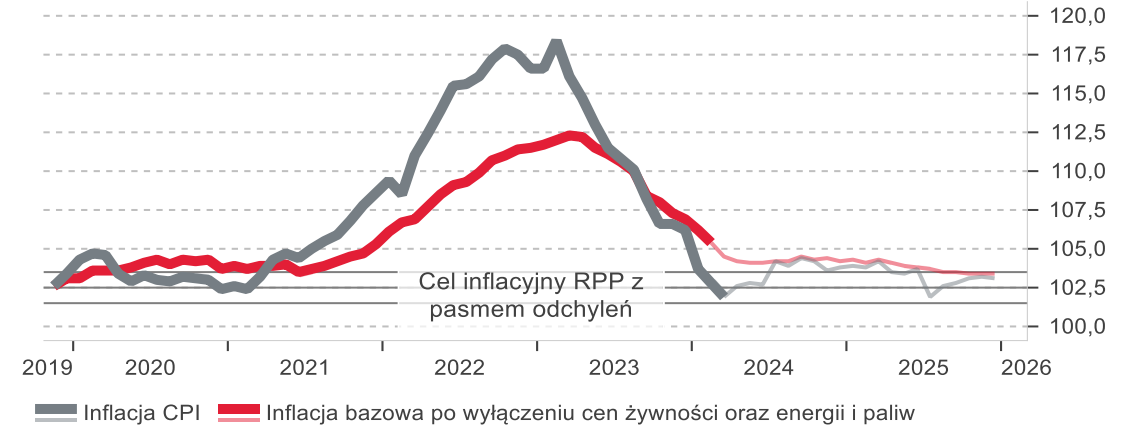


Co z inflacją po marcowym dołku?

- Marzec przyniósł dalszy spadek CPI do poziomu 1,9 % r/r. Tym samym przedłużona została obecna od lata seria spadkowych odczytów. To pierwsza obserwacja poniżej celu NBP od 5 lat. Co istotne, struktura danych wskazuje na wyraźne obniżenie inflacji bazowej w ostatnich miesiącach. Szacujemy, że w marcu obniżyła się do poziomu około 4,5-4,6% r/r.
- Niemniej marzec będzie zapewne dołkiem inflacji na najbliższe kilka kwartałów. Już w kwietniu inflacja wzrośnie ze względu na podniesienie stawki VAT na żywność do poziomu sprzed wprowadzania tarczy antyinflacyjnej. Zważywszy na deklaracje sieci detalicznych, skala podwyżek będzie ograniczana przez sieci, co stanowi potwierdzenie silnych procesów dezinflacyjno-deflacyjnych w obszarze cen żywności. Uważamy, że w tej kategorii widoczne będzie zjawisko lepkości cen i niskie dynamiki będą utrzymywać się w kolejnych kwartałach. W efekcie do lata CPI może pozostawać w paśmie odchyłeń od celu RPP.
- W lecie zakładamy dalsze podbicie inflacji ze względu na podwyżki cen energii, które dodadzą do CPI około 1-1,5 p.p. W momencie tworzenia materiału nie znamy ostatecznych decyzji w tym zakresie. Towarzyszyć temu będzie stabilizacja rocznej inflacji bazowej w okolicach 4,5%. W konsekwencji łączna inflacja może ponownie kształtować się powyżej górnego pasma odchyłeń od celu RPP. Oczekujemy, że na koniec 2024 roku inflacja CPI będzie kształtować się blisko poziomu 3,8%.
- W 2025 roku procesy będą się stopniowo stabilizować. Wycofywanie resztek tarcz antyinflacyjnych nie będzie już tak silnie podbijać CPI. Powoli obniżyć się będzie inflacja bazowa. Zakładamy trwały powrót do pasma odchyłeń od celu w II połowie 2025 roku. Głównym czynnikiem ryzyka dla kreślonego scenariusza pozostają uwarunkowania na rynkach surowcowych. W naszej ocenie ryzyka związane z nieoczekiwanym silnym wzrostem cen surowców mogą następować ze względu na materializację ryzyka geopolitycznego.

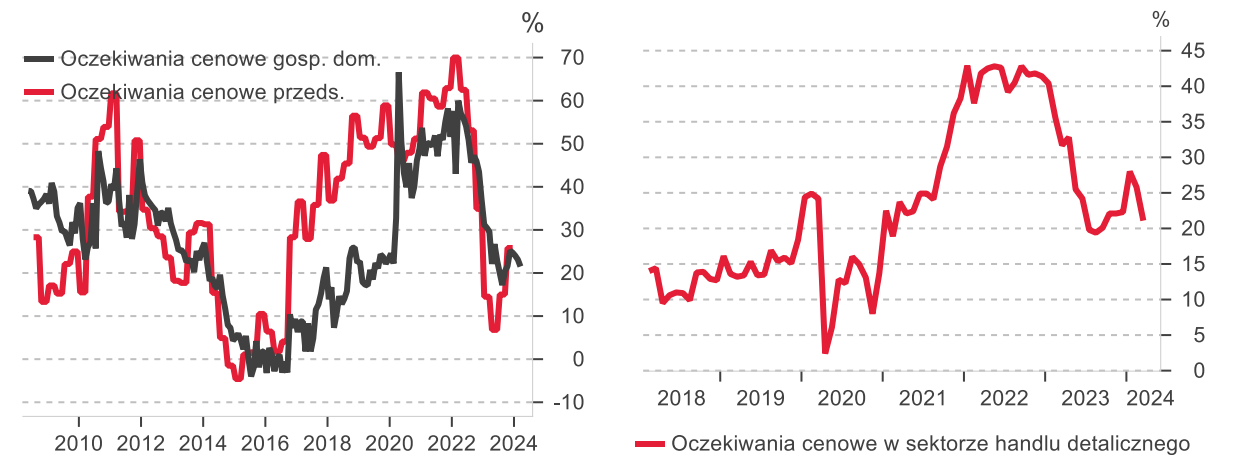
Inflacja przynajmniej do lata w paśmie odchyłeń

CPI (100 = analogiczny miesiąc roku poprzedniego)



Źródło: Macrobond, prognoza BGK

Oczekiwania inflacyjne stabilizują się na niższych poziomach



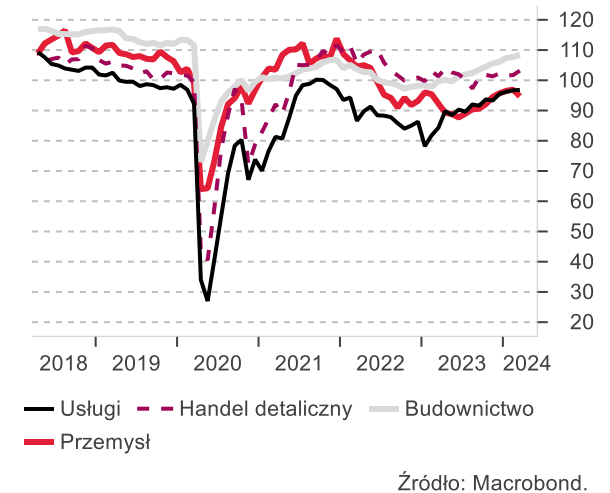
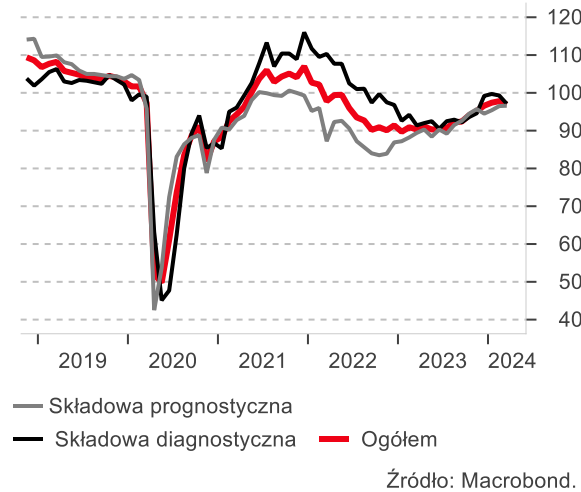
Źródło: Macrobond.

Źródło: Macrobond.

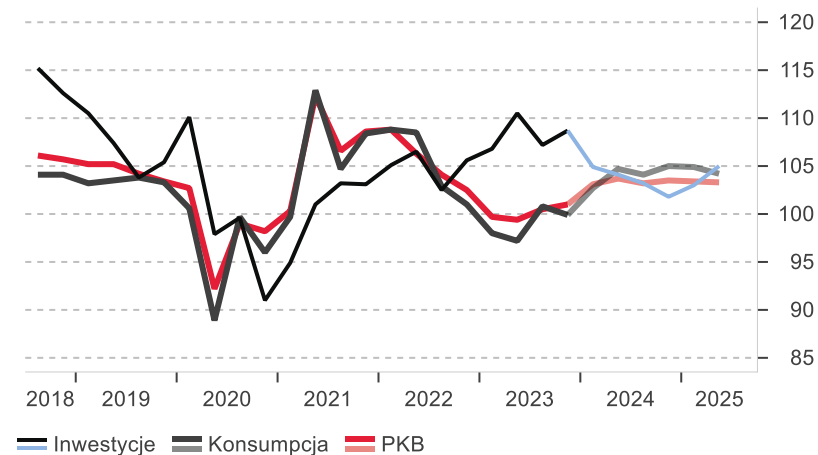
Szybszy wzrost PKB w perspektywie kilku kwartałów

- W ostatnich kwartałach krajowa gospodarka odznaczała się relatywnie słabymi recesyjno-stagnacyjnymi odczytami. Wzrostowi ciążył przede wszystkim spadek popytu krajowego wynikający z ograniczenia spożycia indywidualnego oraz bardzo głębokiej redukcji zapasów. Jednocześnie wzrost gospodarczy wciąż podciągali inwestycje oraz kontrybucja eksportu netto, związana z szybszym spadkiem importu niż eksportu. W efekcie, po ujemnym wzroście PKB w pierwszym półroczu oraz lekkim odbiciu w drugim, cały 2023 rok gospodarka zakończyła na skromnym plusie (+0,2%).
- W kolejnych kwartałach gospodarka będzie przyspieszać. Pomagać w tym względnie będzie wyraźne odbicie popytu konsumpcyjnego. Będzie on pochodną:
 - utrzymania mocnej kondycji rynku pracy i solidnej dynamiki wynagrodzeń (podbitej przez regulacyjne podwyżki płacy minimalnej)
 - ograniczenia inflacji
 - zwiększenia transferów socjalnych (w tym świadczenia 800+).
- Dodatkowo oddziaływać będą efekty niskiej bazy z 2023 roku. Jednocześnie niska będzie kontrybucja pozostałych najważniejszych komponentów. Wkład wymiany handlowej będzie ujemny. Wygasną efekty redukcji zapasów, które obniżyły dynamikę importu, a rosnący popyt wewnętrzny będzie ją podwyższał. Jednocześnie eksportowi będą ciążyć trudne uwarunkowania na najważniejszych rynkach, w tym w Niemczech. W konsekwencji dynamika eksportu będzie kształtować się poniżej dynamiki importu, choć jej poziom będzie dodatni ze względu na efekty niskiej bazy. Inwestycje będą ulegać stopniowemu osłabieniu po wysokich wydatkach JST w zeszłym roku. Inwestycje mogą jednak ponownie przyspieszyć w perspektywie 2025 roku. Wypadkowo spodziewamy się dynamiki PKB w tym roku na 3,4% z perspektywą podobnego rzędu wielkości w kolejnym.
- Bilans ryzyka dla kreślonego scenariusza jest zrównoważony. Jego źródłem są przede wszystkim czynniki związane z geopolityką (m. in. wojną na Ukrainie) oraz z ich wpływem na procesy inflacyjne.

Indeksy SI sugerują przewodnią rolę sektora usług w ożywieniu



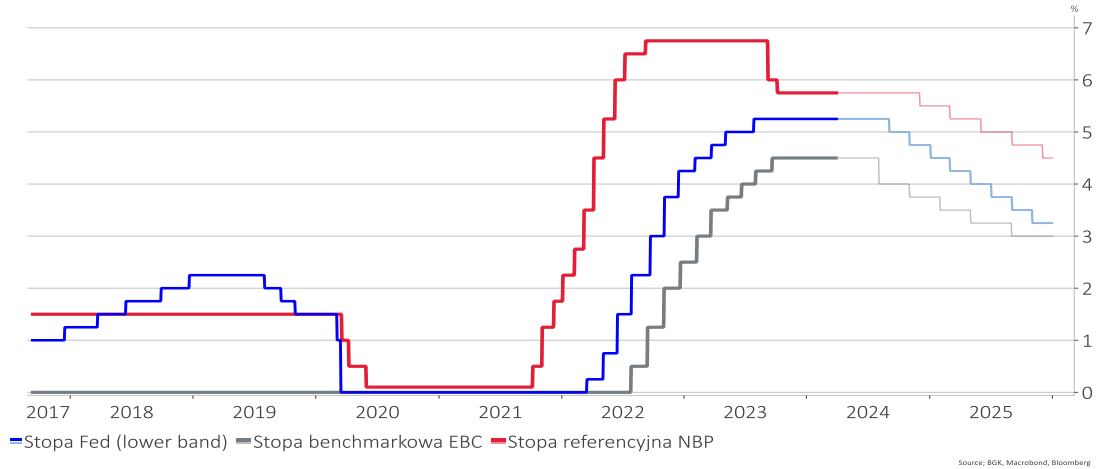
Konsumpcja pomoże wzrostowi PKB w najbliższych kwartałach



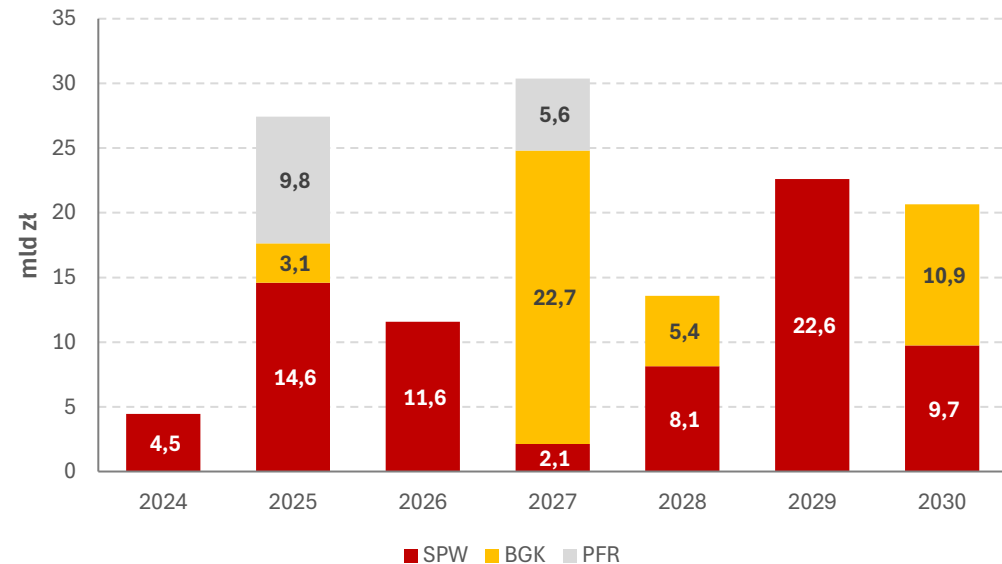
Polityka monetarna pozostanie restrykcyjna pomimo redukcji stóp pod koniec bieżącego roku

- Po redukcji stóp procentowych o 100 pb. na jesieni 2023 roku RPP weszła w tryb „wait and see”. Głównym źródłem niepewności pozostaje tempo i wpływ wycofywania tarcz antyinflacyjnych, przy podwyższonym poziomie inflacji bazowej. Bieżąca retoryka większości członków RPP pozostaje sceptyczna wobec scenariusza luzowania polityki monetarnej jeszcze w bieżącym roku. Marcowe projekcje NBP wskazywały na podwyższone ryzyko wyraźnego przekroczenia górnego pasma odchyień od celu w perspektywie II półrocza wraz z realizacją scenariusza podwyżek stawki VAT na żywność oraz cen energii. Nakłada się na to przyspieszenie wzrostu gospodarczego i to w oparciu o popyt wewnętrzny. W konsekwencji RPP ma więcej czasu na decyzje i przynajmniej do jesieni prawdopodobieństwo zmiany stóp procentowych jest bardzo niskie.
- Niemniej w zakładanym przez nas scenariuszu inflacyjnym przestrzeń do redukcji stóp procentowych pojawi się jeszcze w bieżącym roku. Poza kwestią momentum dojdą argumenty związane z obawami o dalszą aprecjację złotego w warunkach redukcji stóp procentowych na rynkach bazowych. Oczekujemy jednak jedynie stopniowych redukcji stóp, przeprowadzanych w relatywnie wolnym tempie (25 pb. na kwartał). Do ostrożności zachęcać będzie, poza dobrym stanem koniunktury, utrzymująca się niepewność dotycząca dalszej ścieżki inflacji bazowej (przy wysokiej dynamice płac). W efekcie zakładamy, że w horyzoncie końca 2025 roku łączna skala cięć może sięgnąć 125 pb. W konsekwencji kurs polityki monetarnej pozostanie wciąż restrykcyjny: dodatnia realna stopa referencyjna połączona z redukcją bilansu NBP.
- Bilans ryzyka dla kreślonego scenariusza jest zrównoważony głównie w oparciu o czynniki zewnętrzne. Z jednej strony, przy impulsach generujących presję na wzrosty cen surowców skutkujące silniejszymi procesami inflacyjnymi, RPP może odsunąć horyzont redukcji stóp. Z drugiej strony czynnikiem ryzyka jest głębsze osłabienie koniunktury na najważniejszych rynkach eksportowych, w tym w Niemczech, co przyniosłoby połączenie przytemperowania odbicia gospodarczego z silniejszymi procesami dezinflacyjnymi.

Oczekujemy stopniowych redukcji stóp w kraju i na rynkach bazowych



Obligacje w portfelu NBP (duże zapadalności w 2025 roku)

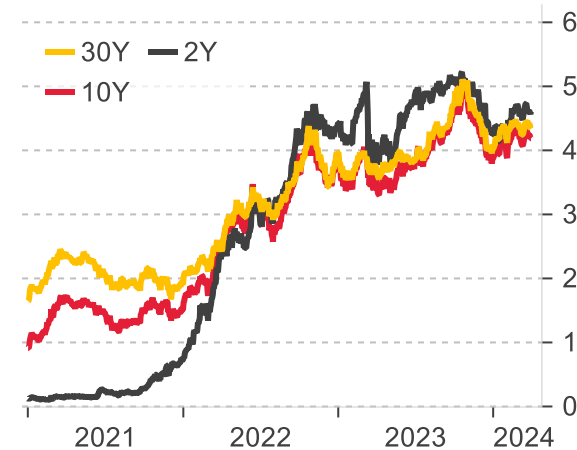


Rynki finansowe

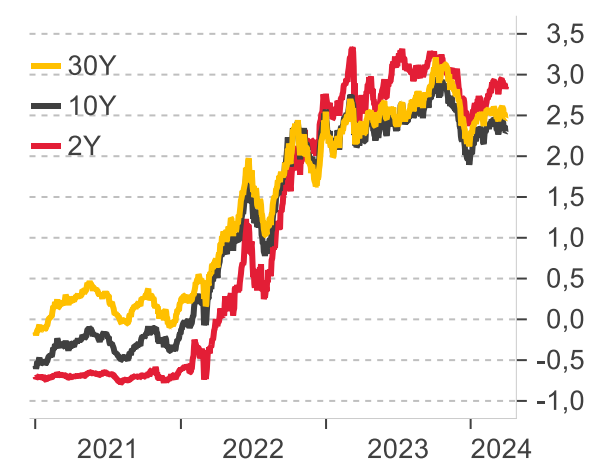
Przecena bazowego FI przy relatywnie silnych peryferiach

- Od początku roku amerykańskie obligacje traciły na wartości. W styczniu wzrost dochodowości był odreagowaniem silnych spadków w ub. kw. Kolejne tygodnie przyniosły już przede wszystkim impulsy makro. Częściowo na rynek wróciły obawy o podwyższoną inflację. Miesięczna dynamika CPI na poziomie 0,4% w ujęciu bazowym wzniciła dyskusję o mniejszej od oczekiwań liczbie cięć stóp procentowych przez Fed, popychając rentowność Treasuries wyżej. Pierwsze tygodnie roku przyniosły również solidne odczyty nowych etatów za Oceanem oraz poprawiające się dane o koniunkturze w postaci usługowego indeksu ISM oraz nastrojów konsumentów. Sprawiało to, że zaczęto podwyższać szacunki wzrostu PKB na bieżący rok, a rynek zrewidował skalę obniżek stopy Fed w perspektywie 12 miesięcy z ok. 125 do 75 pb. W rezultacie, na przestrzeni minionego kwartału, na głównych węzłach amerykańska krzywa przesunęła się w górę w ruchu wystramiającym o 23, 29 oraz 32 pb. – do odpowiednio 4,55% (2Y), 4,24% (10Y) oraz 4,40% (30Y).
- Podobnie jak w przypadku UST, dochodowość niemieckiej krzywej również rosła, a większość ruchów była kreowana przez impulsy z USA. Skala osłabienia Bunda była nawet delikatnie głębsza niż papierów za Oceanem. Rynek więc częściowo ignorował doniesienia, że inflacja w strefie euro była zbliżona do oczekiwań, a koniunktura pozostawała słaba. Znalazło to przełożenie w macowych projekcjach makro EBC, gdzie zarówno dynamika inflacji jak i PKB zostały zrewidowane w dół na bieżący rok. Ostatecznie na głównych węzłach niemiecka krzywa przesunęła się w górę w ruchu wypłaszczającym o 45, 40 oraz 30 pb. – do odpowiednio 2,87% (2Y), 2,34% (10Y) oraz 2,50% (30Y).
- W środowisku słabnącego bazowego FI względnie dobrze wyglądała sytuacja na peryferiach strefy euro. Dochodowość 10-letnich obligacji Włoch wzrosła jedynie marginalnie w minionym kwartale, zawężając przy tym spread do Bunda o 35 pb – do 131 pb (ponad dwuletnie minima, poniżej poziomu sprzed COVID-19). Jednocześnie wyraźnemu zawężeniu uległ spread między EURIRS a Bundem na 10Y. Spadł on poniżej 30 pb. i jest blisko wartości niewidzianych od dekady. Sądzymy, że jest to rezultat względnie dobrej koniunktury w krajach południa Europy oraz relatywnie dobrej kondycji banków, które zostały wsparte przez wysokie stopy procentowe.
- Oceniamy, że potencjał do dalszego osłabienia bazowego FI jest ograniczony. Rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC (czerwiec) oraz Fed (lipiec) powinno wspierać Bunda oraz UST, szczególnie na krótkim końcu krzywych.

Początek roku przynosi osłabienie długu po obu (UST i Bund) stronach Oceanu



Źródło: Macrobond.

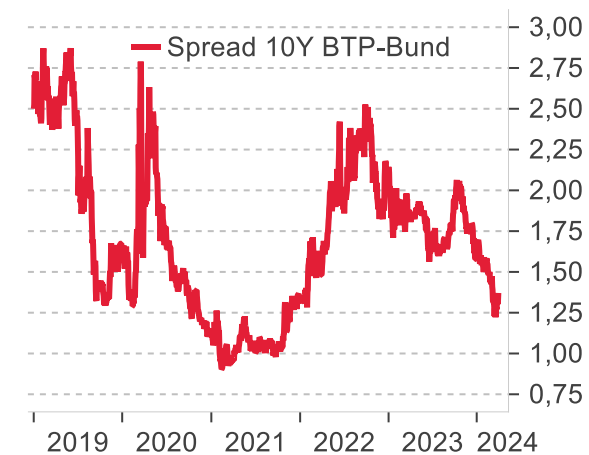


Źródło: Macrobond.

Peryferia wsparte przez koniunkturę i dobrą kondycję sektora bankowego



Źródło: Macrobond.

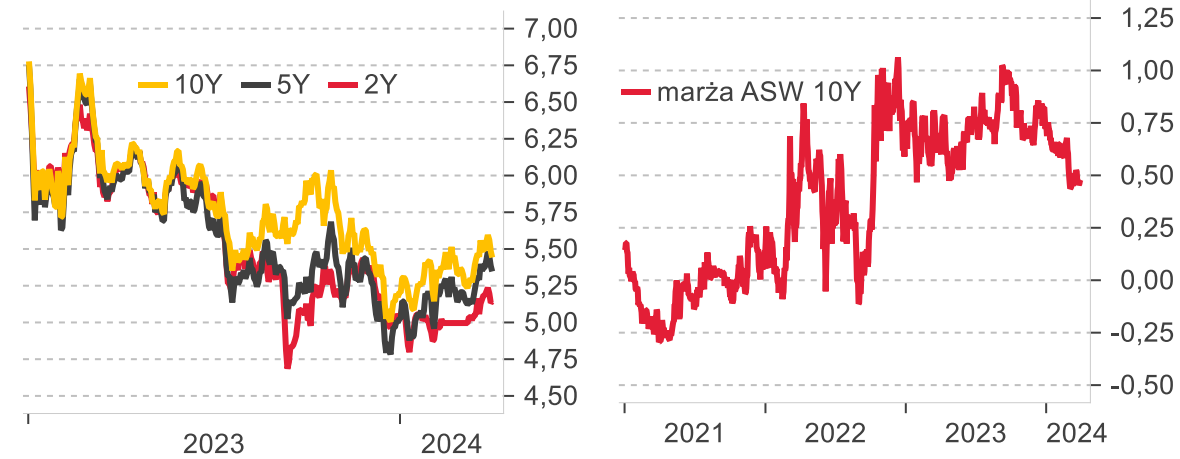


Źródło: Macrobond.

SPW słabsze, ale przy niższej marży ASW

- Krajowy dług w I kw. br. funkcjonował w umiarkowanie negatywnym środowisku zewnętrznym. Przede wszystkim presja na SPW pochodziła z rynków bazowych. Dochodowość Bunda i UST rosła na tenorze 10Y o ok. 30-40 pb. Część z tego ruchu była korektą silnego umocnienia FI z końca ub. r., a część rezultatem lepszej koniunktury w USA.
- Od początku roku obserwowaliśmy wyraźne zawężenie marży ASW. Na tenorze 10Y spread między SPW a IRS obniżył się w ciągu kwartału o ok. 30 pb. – do 50 pb. Są to najniższe poziomy od października 2022 roku oraz mieszczące się w przedziale marży w roku poprzedzającym pandemię (20-50 pb.). Oceniamy, że w UE następowała kompresja premii za ryzyko w minionych miesiącach. Było to pochodną relatywnie dobrej kondycji południa Europy i redukcji zagrożeń systemowych (np. sektor bankowy został wsparty wysokimi stopami procentowymi). Część tego ruchu przeniosła się również na krajowy rynek, gdzie nastroje były dodatkowo wspierane m.in. przez uzyskanie dostępu do środków z KPO.
- W ciągu minionego kwartału spread pomiędzy dochodowością SPW i Bunda utrzymywał się na względnie stałym poziomie. Dla papierów 10-letnich wynosił 290-320 pb. Widoczne na wykresie podbicie różnicy SPW-Bund w drugiej połowie marca było przede wszystkim rezultatem spadku stawek EUR IRS oraz wzrostu PLN IRS. Neutralnie w odniesieniu do percepcji krajowego ryzyka odbieramy dalsze rozszerzenie się spreadu między krajowym i czeskim długiem. Jest to przede wszystkim rezultat znacznej dywergencji w polityce pieniężnej NBP oraz CNB. W rezultacie w niespełna pół roku różnica między dochodowością SPW i długu naszego południowego sąsiada na 10Y rozszerzyła się o 60-70 pb.
- Ostatecznie na głównych węzłach krajowa krzywa w ciągu kwartału przesunęła się w górę w ruchu wystramiającym o 17, 38 oraz o 31 pb. – do odpowiednio 5,22% (2Y), 5,45% (5Y) oraz 5,56% (10Y). W analogicznym okresie krzywa PLN IRS (2-10Y) przesunęła się w górę o ok. 60 pb.
- Oczekujemy, że presja na osłabienie długu powinna ustępować. Nie spodziewamy się kontynuacji wzrostu stawek PLNIRS oraz kolejnych negatywnych sygnałów z bazowego FI. Widzimy natomiast potencjał do kontynuacji zawężenia marży ASW oraz dalszego wystromienia krzywej poprzez silniejszy spadek dochodowości na krótkim niż na długim końcu SPW. Sprzyjać temu może powrót dyskusji o łagodzeniu krajowej polityki pieniężnej w założeniu ograniczonej presji na wzrost cen żywności po przywróceniu 5-procentowej stawki VAT i umiarkowanych podwyżek cen nośników energii.

Delikatne wystromienie krajowej krzywej przy zawężeniu marży ASW

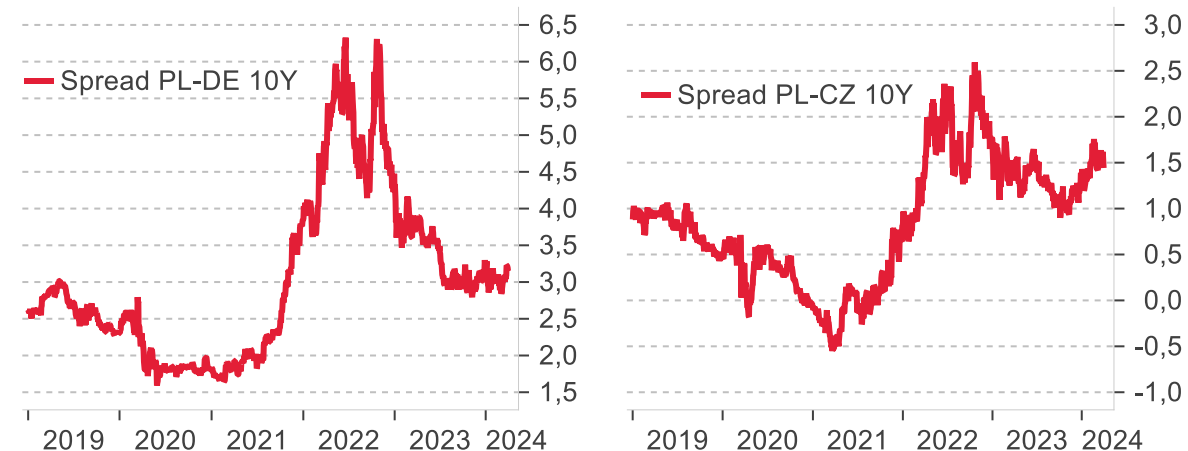


Źródło: Macrobond.

Źródło: Macrobond.

1) Spread SPW-Bund bez konkretnego kierunku

2) Rośnie różnica między dochodowością polskiego i czeskiego długu



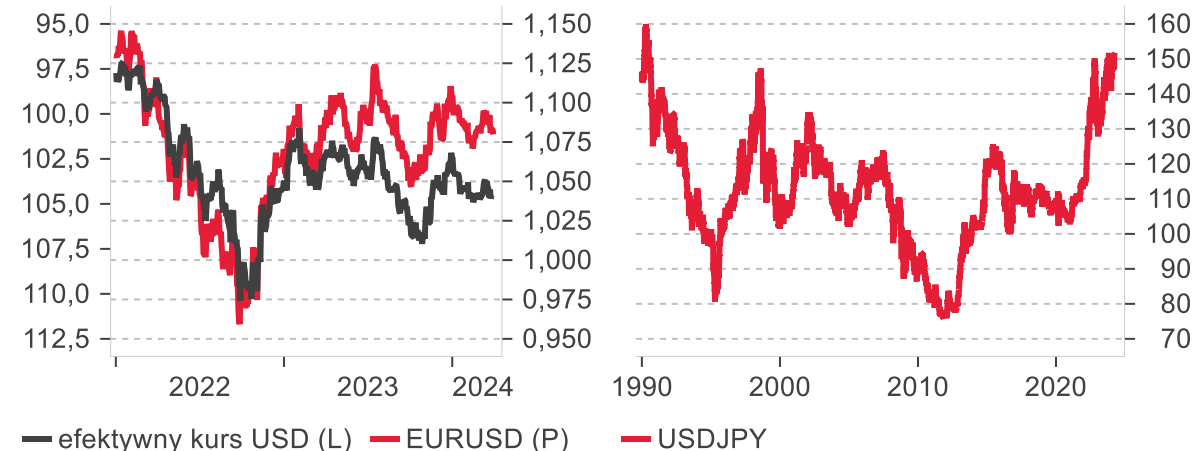
Źródło: Macrobond.

Źródło: Macrobond.

Na przecenie euro, jena oraz franka korzysta dolar

- Od początku roku EURUSD był pod umiarkowaną presją sprzedających. Wynikało to z niezrealizowanych oczekiwań o poprawie koniunktury w strefie euro i relatywnie dobrych danych z amerykańskiej gospodarki. Przecena pary nie była jednak szczególnie silna, gdyż wraz ze zmniejszaniem oczekiwań na cięcia stóp w Stanach Zjednoczonych rynek redukował w podobnym tempie skalę obniżek przez EBC. Ostatecznie więc spadek EURUSD wniósł ok. 1,5% do (1,08)
- Pod koniec ub.r., wraz z osłabieniem dolara, obserwowaliśmy również silne umocnienie japońskiej waluty. Sytuacja odwróciła się w styczniu, gdy jen zaczął tracić na wartości. Na początku marca spekulacje o zacieśnieniu polityki pieniężnej wsparły japońską walutę. Spadki USDJPY nie trwały jednak długo. Gołębie wyjście (sugestia o utrzymaniu skupu aktywów o podobnej co wcześniej skali) z polityki ujemnych stóp procentowych oraz rezygnacja kontroli krzywej dochodowości ostatecznie spowodowały osłabienie jena i test poziomu 152 JPY za dolara (najwyżej od ponad 30 lat). Pomijając krótkoterminowe wahania japońskiej waluty, warto zwrócić uwagę na to, że jej kurs z uwzględnieniem różnicy w inflacji między Japonią a jej partnerami handlowymi (REER) jest w silnym trendzie spadkowym od pandemii (utrata wartości zbliżona do 30%).
- W analogicznym co jen kierunku zmierzał od początku roku kurs franka. Szwajcarska waluta straciła do relatywnie słabego euro ok. 5% w minionym kwartale. Był to przede wszystkim rezultat rosnących oczekiwań na cięcia stóp procentowych w środowisku odwrotnych trendów w strefie euro oraz USA. Dodatkowo SNB obniżył benchmark wcześniej niż oczekiwał rynek oraz opublikował prognozy, które sugerują możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W dłuższym terminie jednak oraz w ujęciu REER, wycena franka pozostaje wysoka i obecnie jest ok. 2% wyższa niż na początku pandemii.
- Spodziewamy się, że w perspektywie najbliższego kwartału rozpoczęte na początku roku trendy będą kontynuowane. EURUSD będzie miał trudności z odrobieniem ostatnich strat ze względu na słabą koniunkturę w strefie euro i ryzyko cięcia stóp procentowych przez EBC przed analogiczną decyzją rezerwy Federalnej. Postawa BoJ, mimo sygnału o braku akceptacji dalszej deprecjacji jena, prawdopodobnie nie ulegnie zmianie, co może dalej podnosić kurs USDJPY. Z kolei władze monetarne w Szwajcarii, które chętnie widziałyby deprecjację franka, prawdopodobnie utrzymają oczekiwania dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Ostatecznie, podobnie jak w minionym kwartale, beneficjentem powyższych tendencji może ponownie okazać się amerykańska waluta.

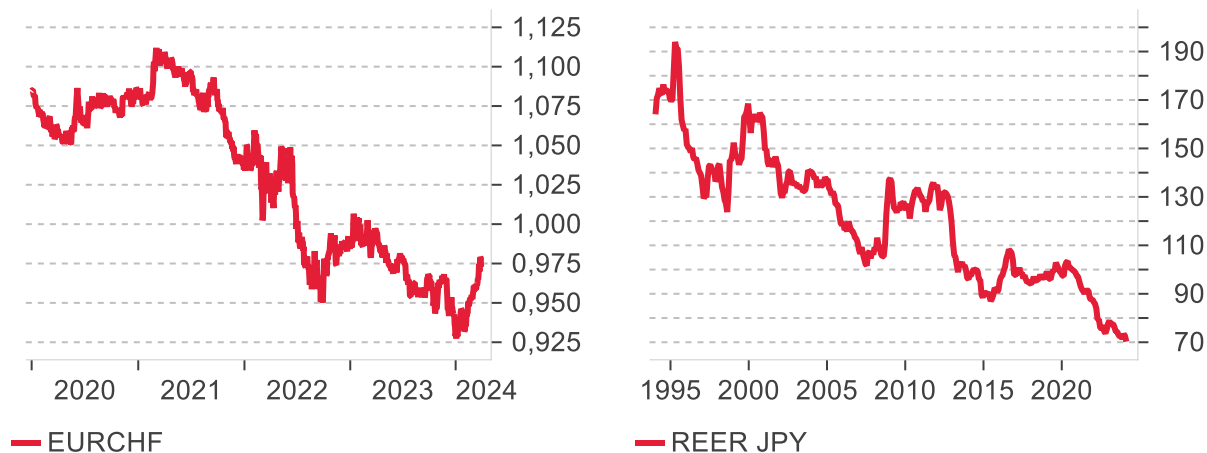
EURUSD wrócił do 1,08, a USDJPY przetestował 30-letnie rekordy



Źródło: Macrobond.

Źródło: Macrobond.

- 1) Cięcie stóp procentowych i przytłumiona inflacja przeceniają franka**
- 2) Realny kurs jena w relacji do walut partnerów handlowych na historycznych minimach**



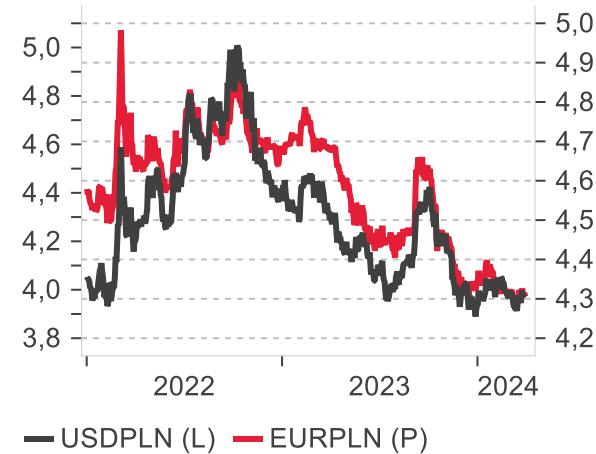
Źródło: Macrobond.

Źródło: Macrobond.

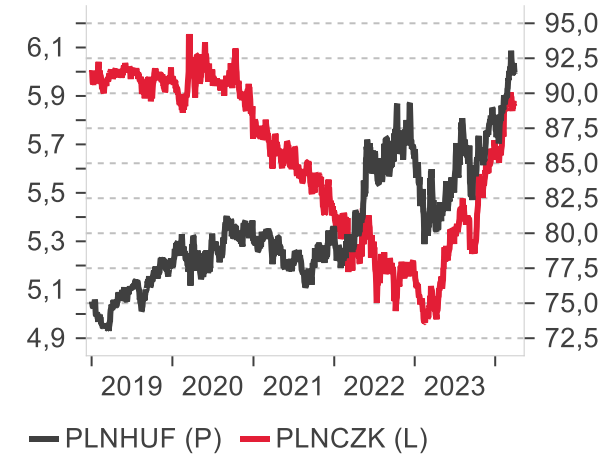
Stabilizacja złotego do głównych walut przy umocnieniu do regionalnych

- Biorąc pod uwagę wysoką zmienność i silną aprecjację krajowej waluty w IV kw., minione trzy miesiące były spokojne dla złotego. EURPLN poruszał się w przedziale 4,28-4,40 i zakończył okres styczeń-marzec spadkiem o 1% – do 4,30. Złotego przede wszystkim wspierała jastrzębia polityka RPP i rosnące szanse na odblokowanie całości środków z KPO. Widać również było relatywnie dobre nastawienie do krajowych aktywów, czego rezultatem stało się wyraźne zawężenie marży ASW oraz wzrost indeksu WIG.
- Kontynuowana jest aprecjacja złotego w relacji do walut CEE. W minionym kwartale PLN CZK oraz PLN HUF podniosły się odpowiednio o 3,1% oraz o 3,9%. Od września ub. roku aprecjacja polskiej waluty do czeskiej i węgierskiej zbliża się do 10%. W tym kwartale jednocześnie PLN HUF osiągnął najwyższy poziom w historii, a złoty w stosunku do korony był najdroższy od końca 2020 r. Czeskiej koronie przede wszystkim szkodzą rosnące oczekiwania na cięcie stóp procentowych. W perspektywie półrocza rynek wycenia łagodzenie polityki pieniężnej przez CNB na poziomie ok. 200 pb. – do 3,75%. Przez pierwsze dwa miesiące rynek również zwiększał skalę łagodzenia warunków monetarnych przez węgierskie władze monetarne, ale te oczekiwania w minionych tygodniach zmniejszyły się (z ok. 300 do 200 pb. vs obecny poziom benchmarku – 8.25%). Forintowi natomiast szkodzi konflikt Budapesztu z Brukselą i ryzyka związane z unijnymi funduszami. W przypadku złotego wsparcie napływa z bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej (rynek nie wycenia cięcia stóp w perspektywie półrocza) oraz poprawy relacji z KE.
- W dłuższym terminie, w ujęciu realnym, wycena walut regionu jest podobna – czeska korona oraz złoty są blisko historycznych szczytów. Obie waluty jednocześnie aprecjonowały z wartości przedpandemicznych o ok. 20% w relacji do walut partnerów handlowych, z uwzględnieniem różnic w ważonych wymianą towarową poziomach inflacji (REER). Wśród 64 walut wyższe wyceny według BIS ([tutaj](#)) ma jedynie meksykańskie peso (ok. 140). Dalej są złoty oraz czeska korona (ok. 120), gdzie 100 to wartość notowana w grudniu 2019 roku.
- Oceniamy, że potencjał do dalszej aprecjacji złotego jest ograniczony. Widzimy szansę na zejście EURPLN do przedziału w kierunku 4,20-4,30. Pomagać będzie spread stóp procentowych w kraju i na rynkach bazowych. Uważamy, że dopiero zmiana narracji RPP na przybliżającą luzowanie polityki monetarnej może zatrzymać trend spadkowy na EURPLN.

Złoty zyskuje do forinta i czeskiej korony ponad 3% w kwartał

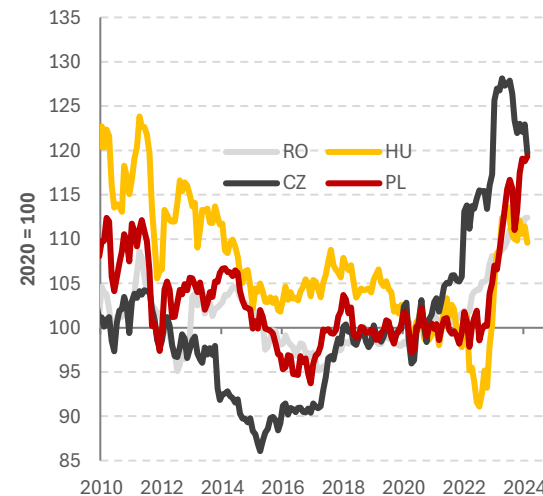


Źródło: Macrobond.

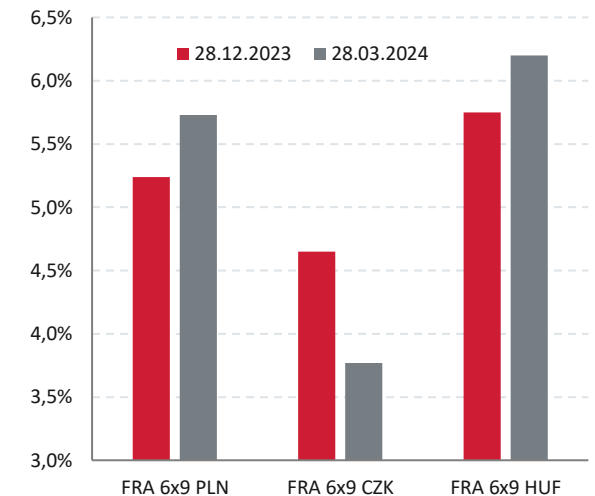


Źródło: Macrobond.

- 1) Realny efektywny kurs złotego blisko historycznych szczytów
- 2) Zmiana FRA 6x9 w minionym kwartale dla walut regionu



Źródło: BIS.



Źródło: Bloomberg.

Aneks. Prognozy

Wyszczególnienie		Wykonanie IV kw 2023	Prognoza I kw 2024	Prognoza II kw 2024	Prognoza III kw 2024	Prognoza IV kw 2024	Prognoza I kw 2025	Wykonanie 2023	Prognoza 2024	Prognoza 2025
PKB	realne tempo wzrostu, %, rdr	1,0	3,1	3,7	3,2	3,5	3,4	0,2	3,4	3,5
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %, rdr	-2,3	2,6	5,0	4,7	4,8	4,7	-3,8	4,3	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %, rdr	8,7	4,9	4,1	3,2	1,8	3,0	8,4	3,2	6,8
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %, rdr	-0,1	2,7	4,7	4,1	5,0	4,9	-1,0	4,1	4,3
Eksport	realne tempo wzrostu, %, rdr	-2,8	-1,2	2,9	3,4	3,4	2,8	-1,9	2,2	3,7
Import	realne tempo wzrostu, %, rdr	-2,3	-2,0	4,9	5,8	5,6	4,9	-8,3	3,7	5,4
Inflacja CPI	na koniec okresu, %, rdr	6,6	1,9	2,7	4,4	3,8	3,8	6,6	3,8	3,3
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %, rdr	6,9	4,5	4,1	4,5	4,4	4,4	6,9	4,4	3,2
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %, rdr	-2,9	-4,4	-6,0	-5,4	-1,2	-2,1	-2,9	-1,2	0,7
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %, rdr	6,7	7,3	5,4	3,8	2,8	2,4	6,7	2,8	3,0
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %, rdr	5,1	5,4	5,1	5,0	5,3	5,3	5,1	5,3	5,2
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %, rdr	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,5	0,0	-0,2	-0,5	0,3
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %, rdr	9,6	12,0	12,2	11,1	9,2	7,0	9,6	9,2	6,6

Prognoza BGK na dzień 03.04.2024

	Wykonanie IV kw 2023	Wykonanie I kw 2024	Prognoza II kw 2024	Prognoza III kw 2024	Prognoza IV kw 2024	Prognoza I kw 2025	Prognoza IV kw 2025
Kurs EUR/PLN	4,34	4,29	4,22	4,22	4,26	4,27	4,31
Kurs USD/PLN	3,94	3,98	3,97	3,94	3,95	3,94	3,90
Kurs CHF/PLN	4,68	4,42	4,46	4,39	4,39	4,33	4,24
Kurs EUR/USD	1,10	1,08	1,06	1,07	1,08	1,08	1,10
Stopa referencyjna NBP	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	4,50
Stopa depozytowa EBC	4,00	4,00	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50
Stopa benchmarkowa EBC	4,50	4,50	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00
Stopa Fed	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,0	4,50-4,75	4,0-4,25	3,25-3,50
2 letnie polskie obligacje PLN	5,05	5,15	4,58	4,40	4,22	4,04	3,54
5 letnie polskie obligacje PLN	5,03	5,34	5,09	4,91	4,74	4,58	4,17
10 letnie polskie obligacje PLN	5,20	5,44	5,27	5,13	4,99	4,86	4,51
2 letnie obligacje niemieckie EUR	2,39	2,85	2,52	2,44	2,35	2,26	1,93
10 letnie obligacje niemieckie EUR	2,02	2,30	2,33	2,28	2,24	2,20	2,11
30 letnie obligacje niemieckie EUR	2,26	2,45	2,40	2,36	2,28	2,22	2,05
2 letnie obligacje amerykańskie USD	4,25	4,62	4,44	4,15	3,91	3,69	3,23
10 letnie obligacje amerykańskie USD	3,88	4,20	4,11	4,00	3,90	3,80	3,56
30 letnie obligacje amerykańskie USD	4,03	4,34	4,22	4,05	3,99	3,95	3,91

Prognoza BGK na dzień 03.04.2024

Zespół BGK

Autorzy raportu: Biuro Analiz Makroekonomicznych i Rynków Finansowych, Departament Badań i Analiz

Departament Badań i Analiz

Mateusz Walewski – Dyrektor Departamentu (+48 22) 475-59-13

Biuro Analiz Makroekonomicznych i Rynków Finansowych

Piotr Dmitrowski – Dyrektor Biura

Marcin Lipka – Ekspert ds. analiz rynków

Paweł Ropiak – Ekspert ds. analiz rynków

Justyna Telega – Młodszy specjalista ds. analiz rynków

Biuro Analiz Programowych i Ewaluacji

Adam Piąt – Dyrektor Biura

Oliwia Samołyk – Ekspert ds. analiz programowych i strategicznych

Anna Podsiad – Starszy specjalista ds. analiz programowych i strategicznych

Rafał Boguszewski – Menedżer Zespołu badań i ewaluacji

Aneta Gop – Starszy specjalista ds. badań i ewaluacji

Maksymilian Koc – Specjalista ds. badań i ewaluacji

Biuro Analiz Ryzyka Ekonomiczno-Geopolitycznego

Bogdan Zawadewicz – Dyrektor Biura

Iwona Łuczyk – Ekspert ds. analiz geoeconomicznych

Władysław Manteuffel – Ekspert ds. analiz geoeconomicznych

Krzysztof Błaszak – Starszy specjalista ds. analiz geoeconomicznych

Współpraca z klientami

Piotr Pryczek (+48 22) 475-30-08

Przemysław Domanowski (+48 22) 475-30-93

Aleksandra Szafrąńska (+48 22) 475-30-18

Michał Frankowski (+48 22) 475-30-13

Jacek Kojtych (+48 22) 475-30-26

Paweł Pikuła (+48 22) 475-30-20

Michał Kudosz (+48 22) 475-30-71

Marcin Pigłowski (+48 22) 475-30-09

Ewelina Połec (+48 22) 475-30-28

Andrzej Słyszko (+48 22) 475-30-32

Organizacja Emisji

Mariusz Makowski (+48 22) 475-60-12

Konrad Gmurkowski (+48 22) 475-60-11

Bogumiła Laudowicz-Burda (+48 22) 475-60-10

Anna Paluszkiewicz (+48 22) 475-60-09

Krzysztof Syska

Instytucje Finansowe

Marta Mitoraj (+48 22) 475-85-61

Iwona Burzyńska-Trzonek (+48 22) 475-85-60

Joanna Możdżonek (+48 22) 475-60-08

Katarzyna Urbańska (+48 22) 475-93-66

Monika Sztuka

Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) stanowi „publikację handlową” w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (dalej: „Rozporządzenie 565”). Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych ani nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza Publikacja nie stanowi (a) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia 565; bądź (b) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (c) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, bądź (d) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (e) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (f) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte; bądź (g) oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Publikacja jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejsza Publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia i mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w Publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów Publikacji. Zawarte w Publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Banku aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegać aktualizacji. Bank nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej Publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Brak jest powiązań oraz okoliczności, które mogłyby mieć negatywny wpływ na obiektywność Publikacji. Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów w ramach świadczenia Usług Inwestycyjnych lub Usług Dodatkowych przez Bank zawiera opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów.

Niniejsza Publikacja jest prawnie chroniona zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszej Publikacji, w całości lub w części, lub wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Banku jest zabronione.

Ewentualne oceny formułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikiem analizy fundamentalnej towarzyszy ryzyko, że zmiany rynkowe bywają determinowane również przez niefundamentalne czynniki. Analiza porównawcza polega na porównywaniu wycen rynkowych aktywów o podobnych charakterystykach w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamyh aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktywo. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyko dla formułowanych wniosków. Analiza techniczna polega na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych w celu określenia, w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Niesie ona jednak ryzyko wynikające z tego, że zjawiska z przeszłości nie muszą się powtórzyć w przyszłości.

Bank Gospodarstwa Krajowego z siedzibą w Warszawie, Al. Jerozolimskie 7, 00-955 Warszawa; Infolinia: 801 598 888, +48 22 599 8888 Faks: +48 22 627 03 78 e-mail: bgk@bgk.pl

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Banku jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.