



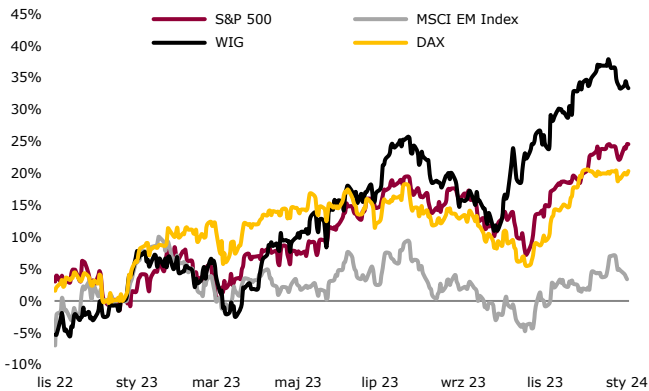
”

NOWE ROZDANIE

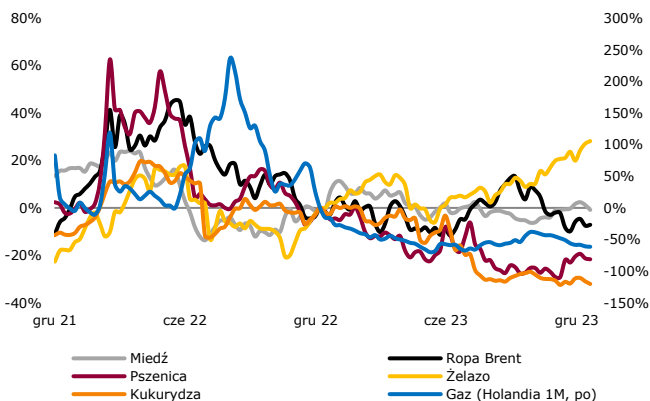
Makrowizjer

- Globalny wzrost gospodarczy w 2024 raczej spowolni
- W 2024 wszystkie główne gospodarki będą rosły wolniej od przedpandemicznego tempa
- Dynamika polskiego PKB w 2024 powinna wyraźnie się poprawić względem 2023

Rynek akcji (zmiana względem 30.12.2022)



Zmiana notowań bieżących kontraktów względem końca '22



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

Główny Ekonomista
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

Marta Skrzypczyńska

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
marta.skrzypczynska@alior.pl

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
jakub.szczepaniec@alior.pl

Rynki akcji

Na koniec ub. roku na rynku dominowało pozycjonowanie się pod perspektywę przyspieszonych obniżek stóp procentowych w 2024 w USA i strefie euro. Takie podejście w większym stopniu wspierała komunikacja ze strony Fed niż EBC. Amerykański bank centralny zrezygnował z jastrzębiej retoryki i dał do zrozumienia, że prawdopodobnie jest na drodze do poluzowania polityki monetarnej w 2024. Perspektywa ugruntowała trend zniżkowy rentowności obligacji, a w konsekwencji wzrosły ceny akcji, w odpowiedzi m.in. na redukcję stopy wolnej od ryzyka. Na początku 2024 na rynkach można już jednak zaobserwować lekki wzrost awersji do ryzyka. Póki co wpisujący się jedynie w korektę w ramach dotychczasowych tendencji. Ale też pokazuje, że inwestorzy mogą dawać alternatywne scenariusze makroekonomiczne. Póki co bowiem rozgrywany jest ten bardziej optymistyczny, w którym koszty walki banków centralnych z inflacją są stosunkowo niewielkie dla gospodarek rozwiniętych. Tak czy inaczej podsumowanie sytuacji na rynkach akcji w samym 2023 wygląda imponująco. Amerykański SP500 zyskał w ub. roku ok. 24%, niemiecki DAX ok. 20%, a paneuropejski EUROSTOXX ok. 19%. Zdecydowanie pozytywnie na takim tle wyróżnia się warszawski parkiet. WIG20 rósł o ok. 31%, a szeroki WIG o ok. 37%. Wyniki GPW wyglądają jeszcze lepiej jeśli spojrzeć na giełdy wschodzące. MSCI EM, grupujący największe spółki z tego obszaru (a więc głównie azjatyckie) rósł o 7% na przestrzeni ub. roku. Kluczowy udział w relatywnej słabości indeksu miały akcje firm z Chin będące pod presją pogarszających się oczekiwań dot. perspektyw gospodarki Państwa Środka.

Surowce

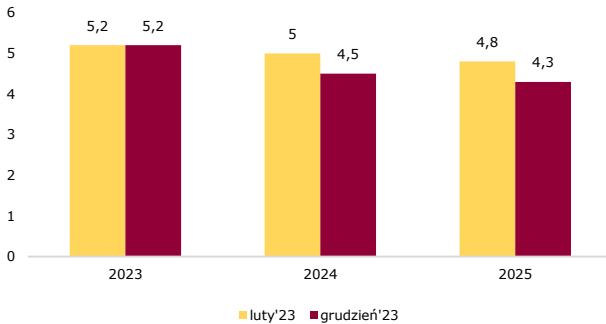
2023 nie był rokiem surowców. Indeks Bloomberg Commodity zaliczył przeszło 10-procentowy spadek, w dużej mierze za sprawą taniejących produktów rolnych oraz węglowodorów. Ceny metali przemysłowych również przeważnie spadały, z wybijającym się pozytywnym wyjątkiem żelaza. Główną przyczyną był raczej słaby popyt.

Nad rynkiem cały czas unosi się ryzyko niskiego poziomu zapasów (np. ropy w USA), ale przy spodziewanym osłabieniu dynamiki globalnego popytu w 2024, w tym chłodzeniu inwestycji infrastrukturalnych i nieruchomościowych w Chinach, na horyzoncie nie widać wyraźnej presji na wzrost cen surowców.

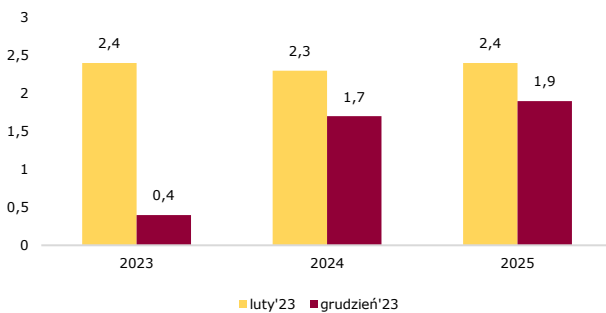
Z punktu widzenia UE niemal optymistycznie wygląda sytuacja na rynku gazu. Cena holenderskiego benchmarku w kontraktach 1 miesięcznych spadła w okolice 31 EUR/MWh, a w kontraktach 1-rocznych poniżej 35 EUR/MWh. W tym drugim przypadku to poziom najniższy od wakacji 2021. Choć to wciąż cena niemal dwukrotnie wyższa od poziomów przedpandemicznych.

Zbliżone wnioski dotyczą żywności. Stopniowo odchodzi szok wybuchu wojny w Ukrainie. Indeks FAO, kompilujący ceny płodów rolnych w ujęciu globalnym, w grudniu '23 był najniższy od lutego '21.

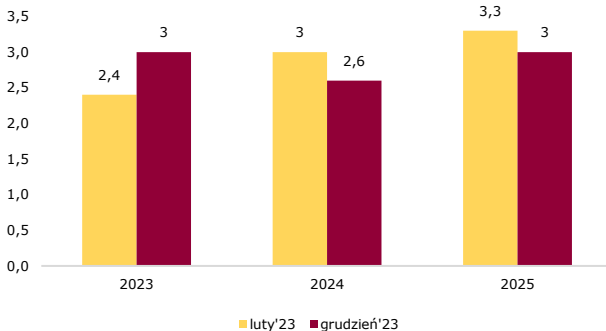
Chiny – prognozy dynamiki PKB (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



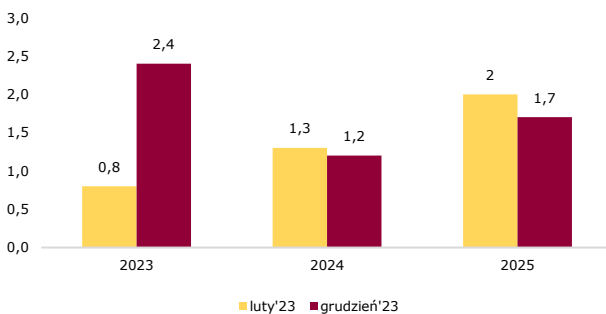
Chiny – prognozy dynamiki CPI (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



Świat - prognozy dynamiki PKB (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



USA – prognozy dynamiki PKB (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych, Alior Bank S.A.

Chiny

Chiny - druga gospodarka świata - w 2023 roku odnotowały całkiem solidny wzrost PKB, prawdopodobnie powyżej 5%. Ale to skutek rezygnacji z restrykcyjnej polityki epidemicznej i odbicia po dość słabym jak na Chiny 2022 (3% wzrostu). Średnia dynamika PKB za ostatnie 2 lata to zaledwie 4%, podczas gdy w 2019 przed pandemią gospodarka Państwa Środka rosła o 6% i na dodatek było to najsłabsze tempo na przestrzeni dekad. Pojawia się coraz więcej wątpliwości co do jakości chińskiego modelu, czego odzwierciedleniem jest m.in. obniżenie prognoz wzrostu PKB na lata 2024-2025, do średnio ok 4,4%.

Co leży u podstaw pogorszonych perspektyw? Kilka elementów. Przede wszystkim chęć redukcji nadmiernej ekspozycji gospodarki na coraz mniej efektywne inwestycje infrastrukturalne, w tym mieszkaniowe. Pekin regularnie od kilku lat zapowiada większe wsparcie popytu konsumenckiego. Ale jak dotąd rzeczywiste działania nie idą w parze z deklaracjami. Rezultatem jest m.in. niska inflacja konsumencka, która w drugiej połowie ub. roku była średnio ujemna w ujęciu r/r. Z kolei inflacja producenta notuje wyraźnie minusowe odczyty nieprzerwanie od października 2022.

Tymczasem Chiny jeśli korygowały w ostatnim czasie swój model rozwoju, to można mówić przede wszystkim o przesunięciu popytu inwestycyjnego z obszaru infrastruktury na sektor przetwórstwa przemysłowego. W tym m.in. w motoryzacji. Obserwowany słabnący wzrost popytu konsumenckiego ze strony drugiej gospodarki świata w połączeniu z silną rozbudową zaplecza podażowego (fabryki itd.) i jednoczesnym ograniczeniem inwestycji w surowcochłonną infrastrukturę sugeruje impuls do dalszej redukcji globalnej presji inflacyjnej.

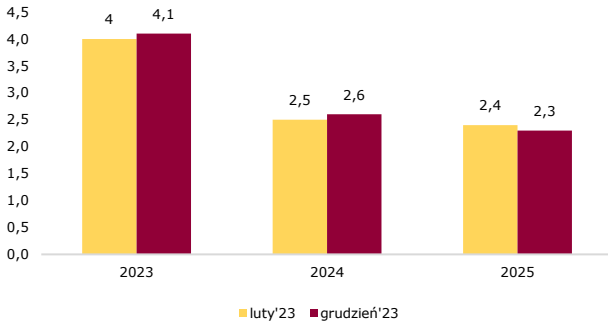
USA

Ubiegły rok był względnie udany dla globalnej gospodarki. Przynajmniej w relacji do oczekiwań. Prognozy sformułowane na starcie 2023 przez profesjonalistów w ramach ankiet Bloomberg zostały przebite - dynamika światowego PKB wyniosła ok. 3% wobec ww. konsensusu ok. 2,4%. Pozytywne zaskoczenie wynika przede wszystkim z zaskakująco mocnej postawy amerykańskiej gospodarki, rosnącej prawdopodobnie w tempie wyraźnie powyżej 2%, przeszło 1 p.p. powyżej prognoz z początku ub. roku.

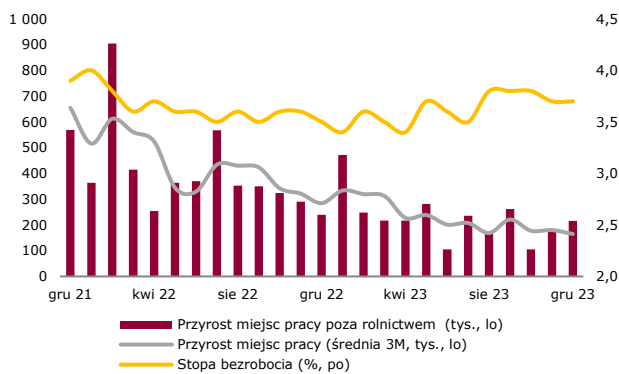
Wzrost gospodarki USA został odnotowany pomimo najwyższych od przeszło dwóch dekad stóp procentowych. Sytuacja na rynku pracy pogorszyła się, ale jest wciąż całkiem niezła. Inflacja konsumencka na koniec ub. roku uplasowała się nieco powyżej 3% r/r wobec przeszło 6% r/r na początku. Obecnie bazowym scenariuszem na 2024 jest dalsze stopniowe hamowanie inflacji, przy umiarkowanym spowolnieniu wzrostu PKB w okolice 1,3% oraz stosunkowo nieznacznym pogorszeniu na rynku pracy. Powinna się też pojawić szansa wyraźniejszych obniżek stóp procentowych Fed, zwłaszcza w drugiej połowie roku.

Jednocześnie trzeba przyznać, że taki scenariusz byłby dość optymistyczny. Trwałe sprowadzenie inflacji w okolice 2%, a więc do celu Fed, bez wywołania recesji można by uznać za spory sukces amerykańskiego banku centralnego. Przedstawiciele Fed zdają sobie z tego sprawę i zwracają uwagę na możliwość realizacji scenariuszy alternatywnych. Jeden z nich wynika, w dużym uogólnieniu, z faktu wysokich stóp procentowych, które mogą w końcu wywołać załamanie gospodarcze. Drugi z kolei można wyrowadzić z obserwacji

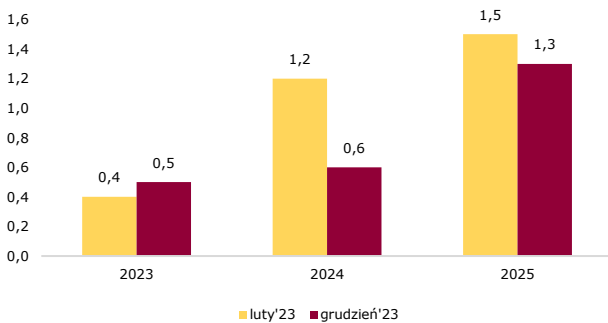
USA – prognozy dynamiki CPI (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



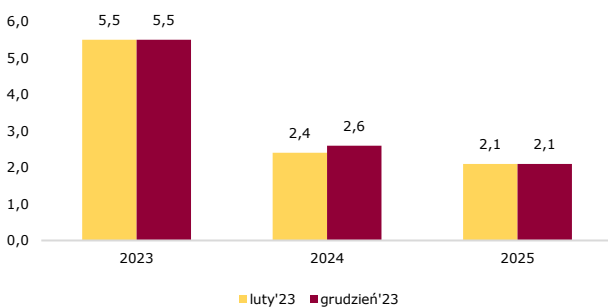
USA – rynek pracy



Strefa euro – prognozy dynamiki PKB (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



Strefa euro – prognozy dynamiki CPI (%). Porównanie konsensusu Bloomberg z początku i końca 2023 r.



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

bieżących danych. Koniunktura w 2023 była znacząco mocniejsza od oczekiwań i z końcem roku jest wciąż całkiem dobra, rynek pracy mimo schłodzenia nadal napięty (co rodzi presję na płace i koszty firm), a inflacja konsumencka jest podwyższona. Istnieje zatem ryzyko, że zacieśnianie polityki monetarnej było niedostateczne, co z kolei implikuje możliwość utrzymywania wysokiej inflacji w dłuższym horyzoncie.

Najświeższy zestaw danych z USA wskazuje na wciąż całkiem solidną koniunkturę z końcem 2023. Nowcast od Atlanta Fed z początkiem stycznia sugeruje wzrost PKB w tempie powyżej 2% k/k annualizowane. Dane z rynku pracy za grudzień były lepsze od oczekiwań, z kreacją miejsc pracy powyżej 200 tys. Choć wsteczne odczyty zostały zrewidowane w dół o ok. 70 tys. etatów. Stopa bezrobocia jest jednak niska stabilna i niska (3,7%), a tempo wzrostu płac podwyższone (powyżej 4% r/r). Indeksy PMI wskazują na lekkie ożywienie w usługach (podobnie jak w poprzednich kilku miesiącach) i obniżenie aktywności w przemyśle, ale z pewnymi symptomami wyznaczania dołka koniunktury.

Europa

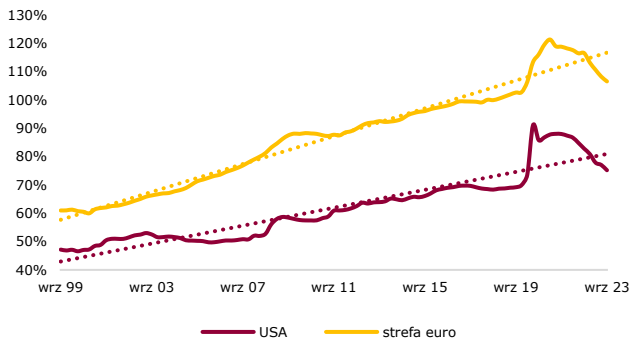
Podobne dylematy można przyłożyć do strefy euro. Aczkolwiek tu bieżący obraz koniunktury jest gorszy niż w USA i sugeruje większe ryzyko tendencji recesyjnych, a zatem również prawdopodobnie mniejszych kłopotów z inflacją. Scenariuszem bazowym jest utrzymanie tempa wzrostu PKB strefy euro na rachitycznym poziomie z 2023, a więc ok. 0,5%. Inflacja konsumencka HICP powinna się zbliżyć w okolice celu 2% z końcem 2024. W tej sytuacji rośnie szansa na obniżki stóp EBC już w pierwszej połowie roku.

Jednocześnie strefa euro, jak pokazał zresztą 2023 rok, jest wyraźniej eksponowana na niekorzystny scenariusz podwyższonej inflacji i słabego wzrostu gospodarczego. W znacznej mierze z powodu mniejszej suwerenności energetycznej. Choć przyspieszona rozbudowa potencjału importu gazu skroplonego (LNG), trwająca od wybuchu wojny Rosji z Ukrainą, powinna wspierać odbicie europejskiego przemysłu z głębokiej depresji. Ale skala ww. ożywienia jest dość niepewna. Tym bardziej, że gdzieś w tle obecne jest ryzyko nasilenia niepokojów na Bliskim Wschodzie, co grozi zaburzeniem szlaków handlowych, szczególnie w przypadku surowców energetycznych.

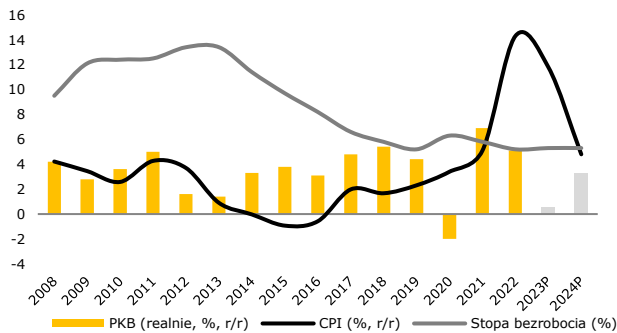
W przypadku strefy euro, podobnie zresztą jak w USA, w latach 2021-2023 obserwowany był znaczny wzrost nominalnego PKB, początkowo napędzany odbiciem gospodarczym po pandemii, a w dalszej fazie głównie wysoką inflacją. Proces ten, w połączeniu z wysokimi stopami procentowymi, miał istotne skutki dla normalizacji wielkości pieniądza w relacji do PKB. W strefie euro współczynnik M2/PKB w III kw. 2023 wyniósł 106,5%, a więc był już znacznie niższy niż w szczytowym momencie pandemicznego luzowania fiskalnego i monetarnego (powyżej 120%) i na poziomie zbliżonym do I kw. 2020. W USA obserwowane są podobne tendencje. To element, który postrzegamy jako sprzyjający kontynuacji dezinflacji.

W najbardziej aktualnych danych uwagę przykuwa przede wszystkim inflacja konsumencka. HICP odbił z 2,4% r/r w listopadzie do 2,9% r/r w grudniu. Znaczny wzrost wskaźnika wynika głównie z niekorzystnych efektów bazy w cenach energii, będących pochodną przede wszystkim z uruchomienia działań osłonowych w Niemczech w grudniu'22). *Momentum* w inflacji bazowej i inflacji usług od dwóch miesięcy jest na poziomach przedpandemicznych, a

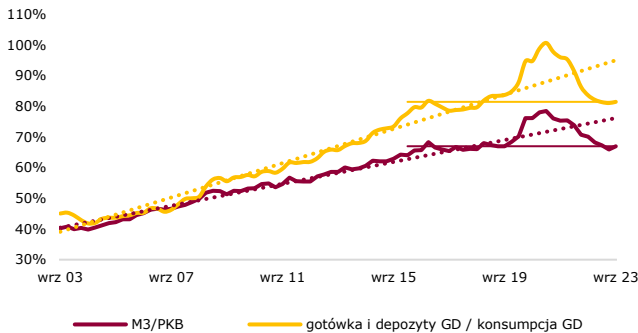
USA i strefa euro – podaż pieniądza w relacji do PKB (M2/PKB)



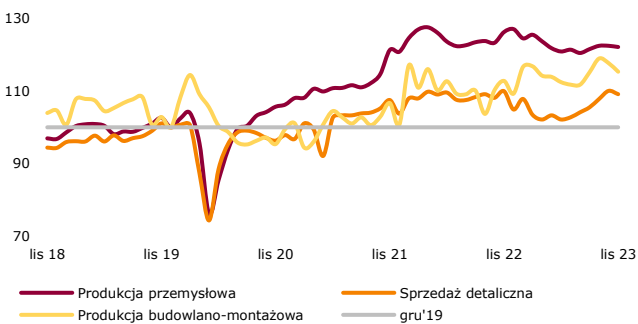
Polska – prognozy własne DAM



Polska – ilość pieniądza vs PKB i konsumpcja prywatna



Polska – główne dane krajowe (gru'19=100, wyr.sez.)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

więc niskich. W badaniach koniunktury warto odnotować postępujące odbicie grudniowych wskaźników PMI (aczkolwiek na razie rachityczne i wciąż przy poziomach recesyjnych). Poza tym w grudniu wyraźniej wzrósł indeks koniunktury gospodarczej ESI, który znalazł się na poziomie najwyższym od maja'23. Głównie za sprawą poprawy w usługach i handlu. Lepiej wyglądają też nastroje konsumentów, najwyższe od wybuchu wojny w Ukrainie. W badaniach koniunktury widać zatem załączki optymizmu. Obraz płynący z bardziej opóźnionych, twardych danych, m.in. tych o listopadowych zamówieniach w niemieckim przemyśle (-4,3% r/r), jest jednak jeszcze słaby.

Polska

Polska gospodarka ma za sobą dość słaby 2023, w którym PKB rósł wg naszych szacunków (DAM Alior) o ok. 0,5%. Ale w 2024 wchodzi w rytm odbijającej koniunktury, przy wciąż mocnym popycie inwestycyjnym, ożywającej konsumpcji gospodarstw domowych oraz dobiegającym końca cyklu dostosowania zapasów, nadmiernie rozbudowanych w okresie pandemii. Słabym punktem natomiast jest jeszcze popyt zagraniczny. W 2024 spodziewamy się wzrostu PKB w tempie powyżej 3%, któremu towarzyszyć będzie zejście średniorocznej inflacji poniżej 5% z 11,6% w 2023. Powinna się również pojawić przestrzeń do obniżek stóp procentowych, aczkolwiek ograniczona, wobec spodziewanego wygaszania dotychczasowych osłon antyinflacyjnych.

Nasz bazowy scenariusz makroekonomiczny na 2024 dla Polski można uznać za umiarkowanie korzystny. Przyspieszenie gospodarcze i towarzysząca mu powolna normalizacja zjawisk inflacyjnych będzie naszym zdaniem możliwa w dużej mierze za sprawą dalszego niwelowania szoków pandemicznych i tych wynikających z wojny Rosji z Ukrainą przy akompaniamencie rachitycznego globalnego popytu.

Do tego dochodzi normalizacja ilości pieniądza w odniesieniu do wielkości gospodarki. To skutek głównie znacznego osłabienia akcji kredytowej w Polsce w 2023, któremu towarzyszył duży nominalny wzrost PKB w okresie 2021-2023. Relacja M3/PKB (M3 to najszerszy agregat monetarny) w całym 2023 była już na poziomach zbliżonych do tych obserwowanych w kilku latach przedpandemicznych. Podobne tendencje można zaobserwować w zależnościach pomiędzy gotówką i depozytami gospodarstw domowych, a konsumpcją prywatną.

W bieżących danych obserwujemy pozytywne zaskoczenie inflacyjne w grudniu i lekko negatywne w danych ze sfery realnej. Inflacja CPI na koniec roku obniżyła się z 6,6% r/r w listopadzie do 6,1% r/r, pomimo niesprzyjających efektów bazy. Pomogło przede wszystkim szybsze hamowanie dynamiki cen żywności. Z kolei dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej pokazały korektę w odbiciu obserwowanym we wcześniejszych miesiącach. Dane za jeden miesiąc okazały się jednak niewystarczające dla RPP, aby obniżyć stopy procentowe. Wręcz przeciwnie. Komunikacja prezesa NBP po styczniowym spotkaniu potwierdza nasze dotychczasowe wnioski, że RPP będzie ostrożna i zachowawcza w dalszych decyzjach dot. polityki monetarnej.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 13-12-23

	3q22	4q22	1q23	2q23	3q23P	4q23P	2023P	2024P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,5	2,1	0,5	3,3
Inwestycje (realnie, %, r/r)	2,5	5,6	6,8	10,5	7,2	7,3	7,9	2,5
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	2,9	1,0	-2,0	-2,8	0,8	3,3	-0,1	4,5
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	17,2	16,6	16,1	11,5	8,2	6,1	6,8	5,7
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	16,3	17,3	17,0	13,1	9,7	6,4	11,6	4,8
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r)	14,6	12,3	14,3	13,8	11,1	12,9	13,0	10,0
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,1	5,2	5,4	5,0	5,0	5,1	5,1	5,3
Bezrobocie - średnio (%)	5,2	5,1	5,5	5,1	5,0	5,0	5,2	5,3
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r)	-0,7	0,1	0,8	0,5	1,1	0,2	0,6	0,1
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	7,17	6,86	6,06	5,78	5,91	5,20	5,21	5,02

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	gru 22	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24
Stopa referencyjna NBP (%)	6,75	5,75	5,75	5,75	5,75
<i>konsensus Parkiet</i>					5,75
Produkcja przemysłowa (% r/r, ceny stałe)	1,0	1,9	-0,7	-7,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				-5,2	
Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe)	-0,9	9,8	3,9	1,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,1	
Sprzedż detaliczna (% r/r, ceny stałe)	0,2	2,8	-0,3	1,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				1,7	
Inflacja konsumencka (% r/r)	16,6	6,6	6,6	6,8	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,5	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% r/r)	11,5	8,0	7,3	6,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,9	
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,0	5,0	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,1	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)	2,2	-0,1	-0,2	-0,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,2	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)	10,3	12,8	11,8	12,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				11,6	
Eksport towarów (% r/r, EUR)	11,6	1,6	1,9		
<i>konsensus Parkiet</i>			-0,5		
Import towarów (% r/r, EUR)	14,6	-8,4	-7,4		
<i>konsensus Parkiet</i>			-8,8		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką



Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowania Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędu.

Podjmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



”

NOWE ROZDANIE

Makrowizjer