






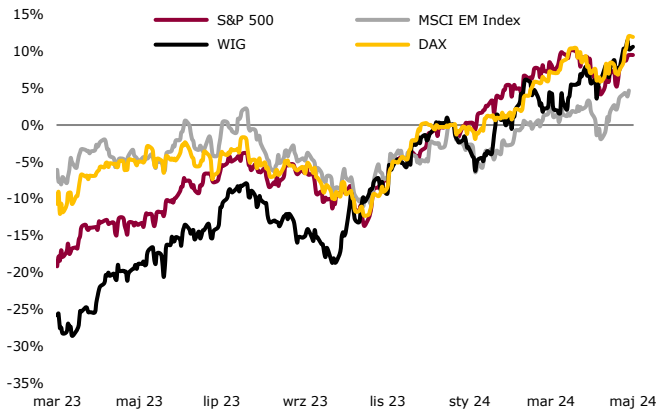
”

WYDŁUŻONY ROZPĘD

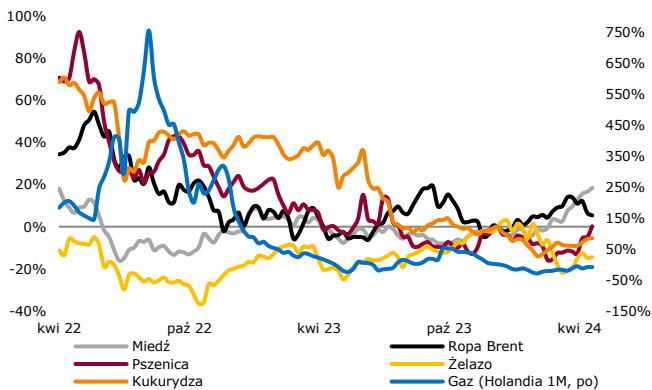
Makrowizjer

- 
Gospodarka USA z wyraźniejszym hamowaniem
- 
Strefa euro – wyczekiwanie na ożywienie w przemyśle
- 
Polska – słaby popyt zewnętrzny i zastój w budownictwie osłabiają odbicie gospodarki

Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



Zmiana notowań bieżących kontraktów względem końca '23 (średnie tygodniowe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

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

Paweł Bojar

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych
pawel.bojar@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 i długu

Kwiecień był miesiącem korekty spadkowej na giełdach akcji krajów rozwiniętych. Nieco lepiej wyglądały z kolei parkiety rynków wschodzących. Natomiast na początku maja pojawiła się szersza, globalna poprawa nastrojów. W rezultacie amerykański SP500 zyskuje w ujęciu YTD blisko 10%, a niemiecki DAX ok. 12% podobnie zresztą jak paneuropejski EUROSTOXX. SP500 jest ponownie bliski wyznaczenia nowych historycznych rekordów, a DAX już to robi. Dzięki wyraźniejszemu wzrostom obserwowanym od połowy kwietnia WIG ponownie jest w peletonie giełd akcji i zyskuje przeszło 11% YTD. Indeks MSCI EM, choć odrabia zaległości, rosnąc o ok. 5% YTD wciąż pozostaje nieco w tyle stawki. Przy coraz wyraźniejszych jaskółkach ożywienia w globalnym przemyśle dość mocne ostatnio są sektory związane z tym obszarem, w tym konsumpcją dóbr trwałych, energią czy też materiałami. W tym kontekście warto też zwrócić uwagę na wyraźniejsze zwyżki na giełdzie chińskiej. Z kolei na rynkach rozwiniętych, oprócz wyżej wymienionych gałęzi, wciąż nieźle radził sobie sektor finansowy. Na rynkach bazowych obligacji od początku br. trwa trend wzrostowy rentowności. Mocniejszy w przypadku amerykańskich Treasuries, słabszy w przypadku niemieckiego Bunda. Początek maja przyniósł jednak korektę spadkową w ramach tego trendu. Amerykańskie 10-latki mają oprocentowanie ok. 4,5%, a niemieckie ok. 2,5%. Krajowe benchmarki poruszają się w 2024 jak dotąd w rytm rynków bazowych. Rentowności 10-latek w połowie kwietnia były najwyższe od października m. roku i zbliżyły się do 5,9%, ale z początkiem maja, po korekcie, zeszły do ok. 5,6%.

Surowce

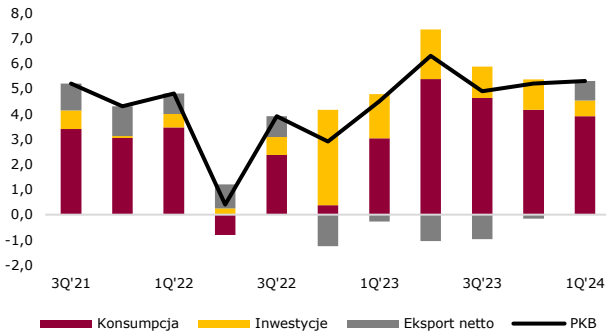
Druga połowa kwietnia przyniosła wyhamowanie wcześniejszych wzrostów szerokiego indeksu surowcowego Bloomberg Commodity Index, który w ujęciu YTD jest ok. 3% na plusie, głównie za sprawą drożejącej ropy oraz niektórych metali przemysłowych i szlachetnych. Produkty rolne jeszcze tanieją, ale w coraz mniejszym tempie.

Ropa naftowa, choć od początku roku utrzymuje tendencje wzrostowe, to w ostatnich tygodniach jest w fazie korekty. Cena baryłki Brent, która jeszcze w połowie kwietnia sięgała ok. 90 USD, w pierwszej połowie maja cofnęła się poniżej 85 USD, co było m.in. pokłosiem obniżenia ryzyka szerszego konfliktu na Bliskim Wschodzie, wraz z deeskalacją napięcia na linii Iran – Izrael.

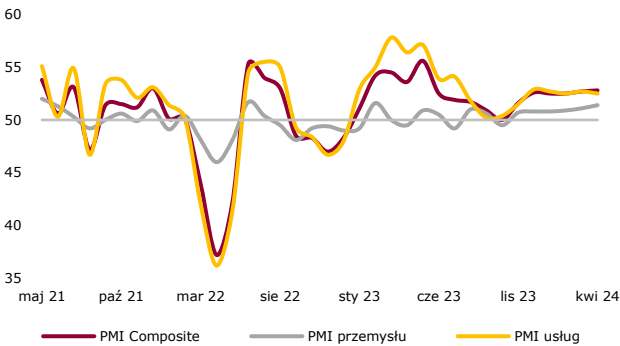
Z metali przemysłowych w 2024 wyróżnia się miedź (ok. 18% droższa YTD), Nikiel (ok. 15%) czy też aluminium (ok. 7%). Wzrosty cen zbiegają się z sygnałami ożywienia w chińskim i globalnym przemyśle. Z kolei wyraźnie niższe ceny można zaobserwować w przypadku żelaza (ok. -14% YTD), które jednak fazę silnej korekty po znacznych ubiegłorocznych wzrostach może mieć już za sobą.

Indeks FAO dla globalnych cen produktów rolnych, po okresie regularnych spadków obserwowanych od połowy 2022, na początku 2024 wykazuje tendencje stabilizacji. W ujęciu r/r obserwowane są jeszcze spadki (w kwietniu -7,4%), ale w ujęciu YTD już jest płasko.

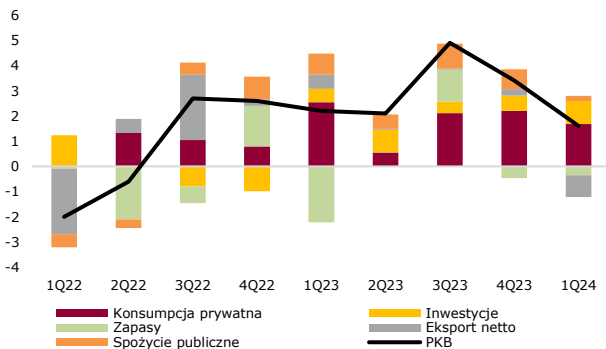
Chiny – PKB (% r/r, realnie) i kompozycja (p.p)



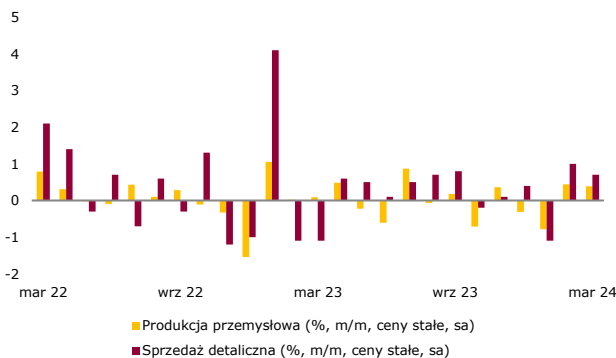
Chiny – PMI (S&P Global)



USA – dynamika PKB (% k/k SAAR) i jego kompozycja



USA – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Chiny

PKB Chin w 1Q'24 odnotował nieco mocniejszy od oczekiwań wzrost o 5,3% r/r. Dane podszyte były jednak pewną dozą rozczarowań, gdyż w marcu słabo wypadła sprzedaż detaliczna, która rosła o zaledwie 3,1% r/r przypominając tym samym, że jakość ożywienia konsumpcji prywatnej w Państwie Środka wciąż pozostawia wiele do życzenia. Zresztą marcowe dane o produkcji przemysłowej też nie zachwyciły. Wzrost o 4,5% r/r był poniżej oczekiwań. Generalnie w ostatnich odczytach pojawiły się sygnały dość mocnego początku roku i późniejszej lekkiej zadyszki w koniunkturze. Gospodarka Chin w 1Q'24 wsparta była przez popyt zagraniczny – eksport netto pozytywnie kontrybuował do wzrostu PKB. Dane o bilansie handlowym z początku roku pokazują jednak, że główne skrzypce gra ożywienie eksportu do Azji, handel z zachodem jest pod presją.

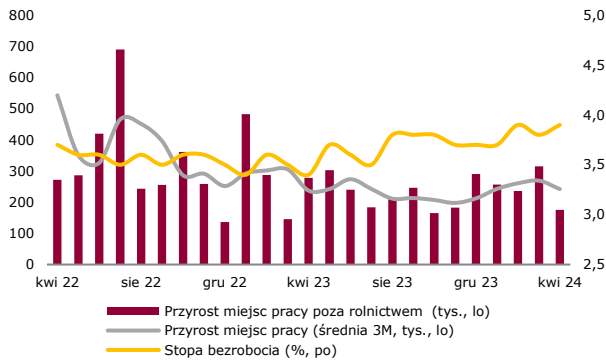
Z końcem kwietnia uwagę przykuły doniesienia sugerujące, że władze mogą przystąpić do wyraźniejszego wsparcia rynku nieruchomości pozostającego już od ok. 2 lat w fazie dekonunktury/kryzysu. Planowany jest mianowicie przegląd istniejącej substancji mieszkaniowej. Ostatni raz taki ruch miał miejsce w 2016 i poprzedzał znaczne inwestycje ukierunkowane na poprawę warunków mieszkaniowych obywateli Chin. Poza tym politycy dają sygnały, że myślą też o ożywieniu inwestycji infrastrukturalnych, co wiązałoby się prawdopodobnie ze stymulacją fiskalną. Wstępnie wygląda zatem na to, że Pekin dostrzega ryzyko rachitycznego konsumenta i sięga po stare, sprawdzone metody – inwestycje w mieszkania i infrastrukturę. Choć należy pamiętać, że możliwości tu mogą być do pewnego stopnia ograniczone, gdyż to właśnie ten obszar w ostatnich latach jest obwiniany za obniżanie produktywności chińskiej gospodarki i pośrednio wzrost zadłużenia. Tym niemniej powyższe doniesienia są obecnie jedną ze składowych presji na wzrost cen metali przemysłowych. Obraz podtrzymują ożywienia w chińskiej gospodarce na początku 2Q'24 dają indeksy PMI – ogólny Composite wzrósł lekko z 53,7 do 52,8.

USA

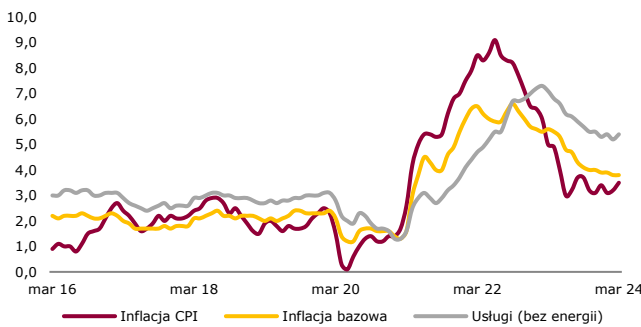
Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych zaskoczył w 1Q'24 w dół, a inflacja w górę. To sytuacja całkowicie odmienna niż w roku ubiegłym, kiedy to pomimo lepszej od oczekiwań koniunktury presja cenowa wyraźnie hamowała. Równolegle w kwietniu pojawiło się wyraźniejsze osłabienie w danych z rynku pracy, co automatycznie przypomina, że ciasna polityka monetarna może mieć opóźnioną transmisję i jej klasyczne oddziaływanie (najpierw słabsze PKB, a potem CPI) jeszcze się w pełni nie ujawniło. Fed w takim otoczeniu pozostaje w trybie 'wait and see', ale ostatnie posiedzenie banku nie przyniosło dalszego zaostrzenia retoryki.

PKB USA w 1Q'24 rósł o 1,6% k/k annualizowane (a 3% r/r). To oznacza wyraźne schłodzenie tempa ożywienia wobec 3,4% k/k annualizowane w 4Q'23. Odczyt był też niższy od oczekiwań plasujących się powyżej 2% k/k annualizowane. Do wzrostu 1,7 p.p. dołożyła konsumpcja prywatna (usługi), a 0,9 p.p. inwestycje w środki trwałe. Pozytywnie kontrybuowało też spożycie publiczne (0,2 p.p.). Zapasy odjęły ok. 0,4 p.p., a eksport netto ok. 0,9 p.p. Generalnie rzecz biorąc odczyt był słabszy od oczekiwań, ale to kluczowe elementy popytu krajowego (konsumpcja, inwestycje) kreowały wzrost. Co w zasadzie jest spójne z otoczeniem podwyższonej inflacji, podkreślonym przez odbicie w deflatorze PCE bazowym, który po dwóch kwartałach momentum na poziomie 2% k/k annualizowane (a więc w zasadzie w celu Fed), w 1Q'24 odżył i przyspieszył do 3,7% k/k annualizowane.

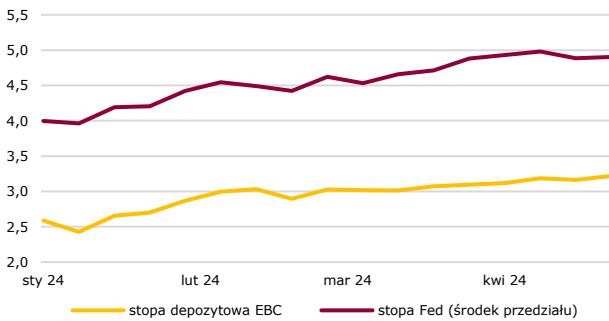
USA – rynek pracy



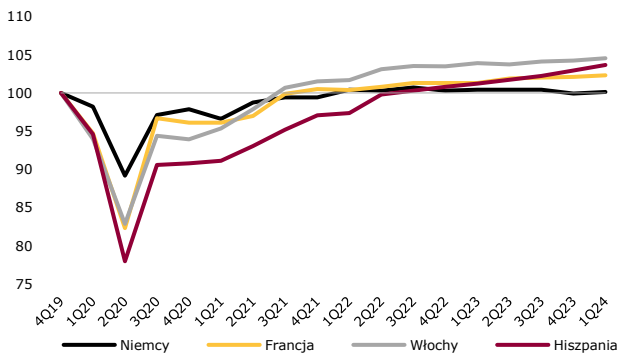
USA – inflacja CPI, USA (% r/r)



Rynkowe wyceny stóp procentowych EBC i Fed na grudzień '24 (%)



Strefa euro – poziom PKB (4Q19=100, wyr.sez. ceny stałe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Marzec przyniósł kontynuację ożywienia w amerykańskim sektorze wytwórczym. Produkcja przemysłowa wzrosła o 0,7% m/m wyr. sez. po 1% w lutym. Drugi miesiąc z rzędu rosły nowe zamówienia na dobra trwałe, tym razem o 2,6% m/m wyr. sez., a po wyłączeniu środków transportu o 0,5% m/m wyr. sez. Choć trzeba zaznaczyć, że pogorszyły się wskaźniki koniunktury PMI dla sektora. Indeks od ISM obniżył się w kwietniu z 50,3 do 49,2, a od S&P Global z 51,9 do 50.

Po kilku miesiącach z rzędu mocnych odczytów z rynku pracy, kwiecień przyniósł osłabienie większości parametrów. Stopa bezrobocia wzrosła z 3,8% do 3,9%. Wciąż jest dość niska, ale już 0,5 p.p. powyżej dołków z pierwszej połowy ub. roku. Przyrost miejsc pracy w przedsiębiorstwach na poziomie 175 tys. był najniższy od października ub. roku. Dynamika płacy godzinowej w ujęciu m/m wyr. sez. wyniosła 0,2%. Taka też jest średnia z ostatnich 3 m-cy. Stabilizacja na ww. poziomach byłaby pożądana przez Fed. W ujęciu r/r dynamika płac wyniosła 3,9%, co jest pewnym symbolem - poniżej 4% znalazła się pierwszy raz w okresie postpandemicznego epizodu inflacyjnego.

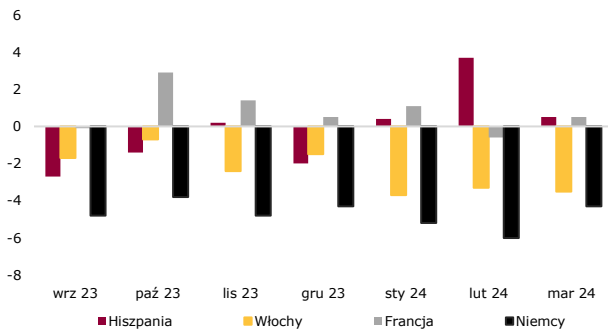
Odczyty inflacyjne za 1Q'24 były tym czynnikiem, który podniósł ryzyka dla scenariusza całkowicie bezbolesnego, a przede wszystkim rychłego powrotu inflacji do celu Fed (2%). Pochodną było usztywnienie nastawienia FOMC i odsunięcie rynkowych oczekiwań dot. rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. Jeśli ostatnie tygodnie coś zmieniły w tym względzie to raczej przystopowały zakłady o jeszcze bardziej restrykcyjnym nastawieniu Fed i dały pewną przestrzeń (choć na razie niewielką) dla powrotu zagrywek pod szybsze obniżki stóp w USA. Tu przede wszystkim należy wymienić słabszy raport z rynku pracy oraz komunikację po kwietniowo/majowym posiedzeniu FOMC. J. Powell dawał do zrozumienia, że obecna restrykcyjność polityki monetarnej wg niego jest wystarczająca, aby sprowadzić inflację do celu, niemal wykluczył możliwość podwyżek stóp, a jednocześnie dał do zrozumienia, że ich obniżki to kwestia czasu. Wyceny rynkowe obecnie wskazują na niemal dwa cięcia stóp w 2024 (ale dopiero po wakacjach), po 25 p.b.

Europa

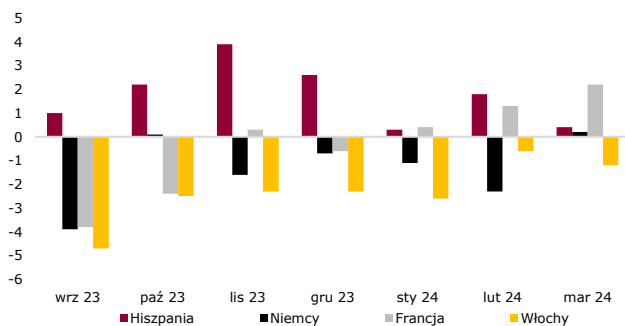
1Q'24 przyniósł niewielkie, ale jednak pozytywne zaskoczenia w danych o PKB krajów strefy euro. Wszystkie cztery największe gospodarki unii monetarnej odnotowały wzrost w relacji do ub. kwartału. Do tego presja cenowa wciąż hamuje, a rynek pracy pozostaje względnie mocny. Patrząc na wskaźniki koniunktury można postawić tezę, że to głównie usługi odpowiadają za nieco mocniejszą gospodarkę, a przemysł pozostaje w tyle. Tym niemniej w twardych danych widać pewne symptomy poprawy sytuacji w przetwórstwie. Gdzieś w tle zaznacza się wznowienie odbudowy nastrojów konsumenckich, podkreślone przez pierwszy od dwóch lat wzrost sprzedaży detalicznej. Mimo to jest coraz większa pewność, że EBC obniży w czerwcu stopy procentowe i wesprze, bądź co bądź, rachityczne ożywienie.

PKB całej strefy euro w 1Q'24 rósł o 0,4% r/r (wobec 0,1% r/r w 4Q'23) oraz 0,3% k/k wyr. sez. Po pięciu z rzędu kwartałach stagnacji to pierwszy raz kiedy obserwujemy pewne ożywienie. Choć oczywiście ma ono bardzo skromny wymiar. Poza tym nie znamy jego kompozycji więc trudno powiedzieć jakie czynniki stoją za nieco lepszymi od oczekiwań głównymi liczbami. Patrząc na poszczególne kraje wciąż można powiedzieć, że pozytywnie wyróżnia się Hiszpania (0,7% k/k wyr. sez., 2,4% r/r). Dalej są Włochy, Francja i Niemcy, choć tu należy podkreślić, że wszystkie z największych gospodarek odnotowały wzrost k/k wyr. sez., odpowiednio o 0,3%, 0,2% i 0,2%.

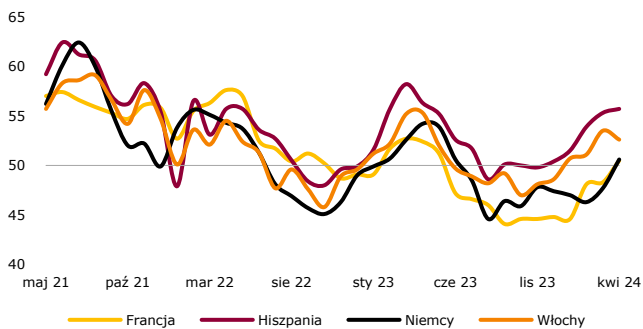
Strefa euro – dynamika produkcji przemysłowej (% r/r, wda)



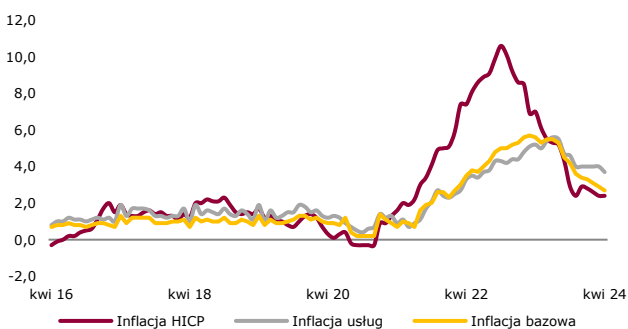
Strefa euro – dynamika sprzedaży detalicznej (% r/r, wda)



Strefa euro – PMI Composite (S&P Global)



Strefa euro – inflacja konsumencka HICP (% r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Produkcja przemysłowa wciąż jest słaba w strefie euro, głównie przez dekonjunkturę w Niemczech, gdzie w marcu odnotowany został spadek na poziomie -4,3% r/r. W Niemczech w nowych zamówieniach niezmiennie odnotowywany jest regres (marzec to -0,4% m/m wyr. sez.). Co nie zmienia faktu, że jest kilka symptomów nadchodzącej poprawy. Spadki u naszego zachodniego sąsiada nie są już tak dynamiczne, sektor automotive wg danych VDA odżył w kwietniu, zaznacza się również odbicie, zdłowiejonej wcześniej przez problemy z gazem, branży chemicznej. Choć słaby PMI przemysłu w kwietniu wciąż był nisko (dla całej strefy euro 45,7, a dla Niemiec 42,5) i chłodzi oczekiwania na ewentualne szybkie wychodzenie z zapaści.

W danych miesięcznych wyróżnia się marcowy odczyt sprzedaży detalicznej, który dla całej strefy euro pokazał umiarkowany (0,7% r/r), ale jednak pierwszy od kwietnia'22 wzrost. To w znacznej mierze zasługa wyjścia na plusy sprzedaży w Niemczech (0,2% r/r wobec -2,3% r/r w lutym) oraz tegorocznego rozpędzania się konsumenta we Francji (w marcu 2,2% r/r). Ponadto kwietniowy wskaźnik PMI z sektora usług był już powyżej poziomu 50 dla każdej z 4 największej gospodarek, a dla całej strefy euro sięgnął 53,3, poziomowi najwyższego od maja ub. roku. Warto też odnotować lepsze nastroje konsumenckie – w kwietniu wskaźnik od KE był najwyższy od wybuchu wojny na Ukrainie. Gospodarstwa domowe coraz śmielej planują ważne zakupy. Ale też duża ochota na oszczędzanie sugeruje, że decyzje wydatkowe są mitygowane. Nie bez znaczenia są zapewne wyraźnie dodatnie realne stopy procentowe – zjawisko dość niezwykle dla rezydentów unii walutowej na przestrzeni ostatnich dwóch dekad.

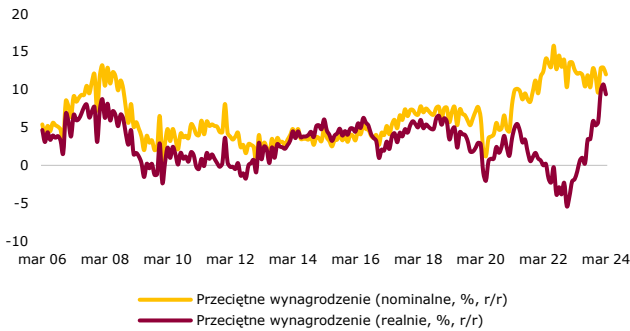
Kwiecień był drugim z rzędu miesiącem pozytywnej tendencji po stronie inflacji konsumenckiej. Wskaźnik HICP dla całej strefy euro stabilizował się na poziomie 2,4% r/r. Inflacja bazowa obniżyła się natomiast z 2,9% r/r do 2,7% r/r, a usług z 4% r/r do 3,7% r/r. Patrząc na dane m/m wyrównane sezonowe to HICP drugi miesiąc z rzędu o 0,2% (niemal w celu EBC), bazowa wyhamowała do 0,1% z 0,3% w marcu (średnio za 2 m-ce też w celu). Podwyższona jest inflacja usług (0,3%), ale w kwietniu też przygasła (w marcu 0,5%).

Jeśli obserwowane od 2 m-cy tendencje inflacyjne utrzymają się to EBC niemal na pewno zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych (o 25 p.b.) w czerwcu. Zresztą taki scenariusz jest niemal w pełni już wyceniony na rynkach. Jeśli patrzeć na główne (w dorozumieniu) wątpliwości EBC co do luzowania polityki monetarnej to jest to głównie dość ciasny rynek pracy. Stopa bezrobocia pozostaje rekordowo niska w tym roku (ok. 6,5%). Choć też nie odbiega obecnie specjalnie od szacunków stopy bezrobocia neutralnej dla inflacji, a prognozy sugerują jej lekki wzrost w najbliższym czasie. Poza tym dość istotny może być kurs walutowy – jeśli euro się zbyt osłabi, to będzie działać proinflacyjnie. W tym kontekście (choć EBC niemal temu zaprzecza) ważne może być pozycjonowanie się względem polityki Fed, który z kolei raczej ma więcej presji na utrzymanie wysokich stóp. No i w końcu wciąż niepewne perspektywy inflacji usług, dla której dodatkowe ryzyko stanowi charakter obecnego lekkiego ożywienia w strefie euro, skoncentrowanego w tym właśnie sektorze.

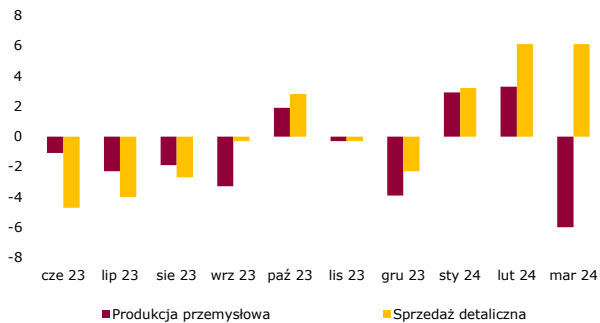
Polska

Polska gospodarka po wyraźnym spowolnieniu w 2023 rozpędza się, ale wiele wskazuje na to, że w wolniejszym od oczekiwań tempie. Paradoksalnie w warunkach chłodzenia inflacji ma to swoje dobre strony – ograniczony popyt wspiera

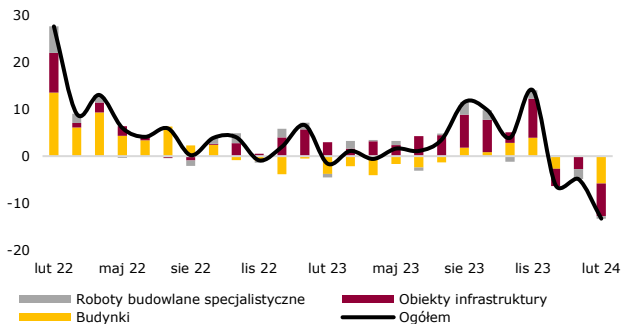
Polska – dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw



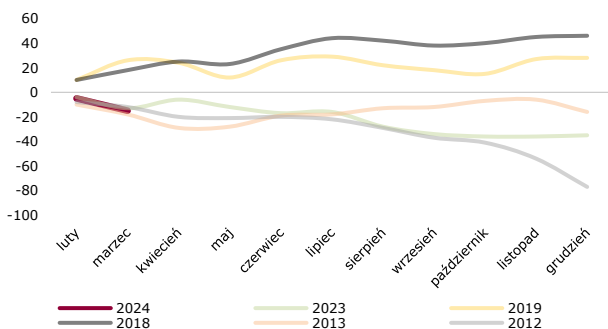
Polska – dynamika głównych danych (% r/r, ceny stałe)



Polska – budownictwo (% r/r, realnie) i struktura (p.p.)



Polska – zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw od lutego (narastająco, tys.)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

stabilizację presji cenowej. Z lotu ptaka 4Q'23 i 1Q'24 miały dwie główne wspólne cechy – dynamika PKB rozczarowała, ale jednocześnie presja cenowa obniżała się szybciej niż się tego powszechnie spodziewano. Proces ten wspierany jest przez stabilizację stóp procentowych na podwyższonym poziomie.

PKB Polski w 1Q'24 prawdopodobnie rósł wolniej od oczekiwań z początku roku. Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że o ok. 1,8% r/r, a więc nieco wolniej niż w naszej marcowej prognozie (2,1% r/r), poniżej ówczesnego konsensusu (ok. 2,2% r/r) oraz prognozy NBP z ostatniej projekcji (2,1% r/r). Spodziewamy się, że konsumpcja prywatna rośnie w tempie ok. 3,4% r/r (konsensus Parkietu to 3,3 % r/r) wobec 0% r/r w 4Q'23. Tu nie widzimy pola do większych zaskoczeń i podtrzymujemy naszą marcową prognozę. Choć warto zaznaczyć, że w relacji do realnej rocznej dynamiki wynagrodzeń (blisko dwucyfrowa w 1Q'24) wzrost konsumpcji jest umiarkowany. Na początku 2024 rozczarowały przede wszystkim inwestycje, których dynamikę szacujemy na ok. 2% r/r (konsensus Parkietu to 2,6% r/r) wobec 15,8% r/r w 4Q'23.

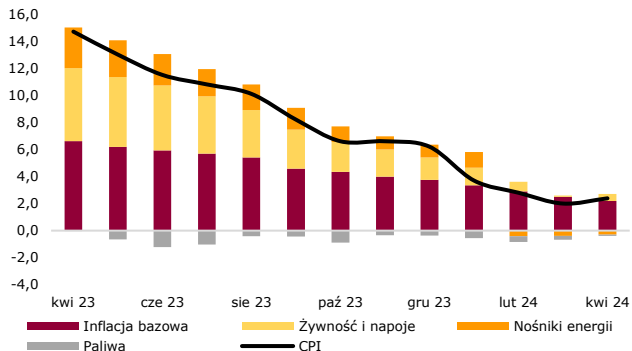
Wyraźniejsze ożywienie po stronie konsumenta obserwujemy zarówno w danych miękkich (badania nastrojów) jak i w twardych (sprzedaż detaliczna). Sprzedaż detaliczna w 1Q'24 rosła w solidnym tempie ok. 5% r/r w znacznej mierze dzięki odbiciu sprzedaży w motoryzacji, na poziomie średnio powyżej 20% r/r. W szerszym kontekście przyspieszenie w tym obszarze to jednak zaledwie odrabianie dużych zaległości z 2023. W odniesieniu do realnej dynamiki płac, która w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 9,2% r/r, nie jest też szczególnie imponujące, co częściowo można wiązać z chęcią odbudowy oszczędności, tym bardziej, że sprzyjają temu podwyższone stopy procentowe.

Rozpęd krajowej gospodarki w 1Q'24 wydułzał się przede wszystkim przez słabość w przemyśle oraz budownictwie. W tym pierwszym przypadku w 1 kwartale odnotowany został spadek o 0,7% r/r, a w drugim aż o 10,8% r/r. Przemysł jest wg nas we wczesnej fazie ożywienia, ale boryka się z kilkoma bolączkami w tym przede wszystkim rachitycznym popytem zewnętrznym, obniżającą się liczbą oddawanych mieszkań czy też w końcu umiarkowanym rozbudzeniem krajowego konsumenta. Budownictwo jest natomiast w fazie przejściowej pomiędzy finiszowaniem inwestycji finansowanych z poprzedniej perspektywy budżetu unijnego, a startem projektów z nowych środków, w tym z KPO. Pod presją zatem pozostają inwestycje infrastrukturalne. Z kolei schłodzenie we wznoszeniu budynków niemieszkalnych (głównie przemysłowych) jest tylko do pewnego stopnia zredukowane przez ożywienie na rynku mieszkaniowym.

Kolejne dane z rynku pracy z początku roku są niejednoznaczne. Z jednej strony stopa bezrobocia idzie klasycznym wzorcem sezonowym – po wzroście z początku roku zaczyna opadać i utrzymuje się w okolicy historycznego minimum. Wg wstępnych szacunków MRPIPS w kwietniu wyniosła 5,1%. Z drugiej strony dane o przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw jak dotąd w 2024 idą ścieżką słabszych lat w polskiej gospodarce (jak 2012, 2013, 2023) i obserwowany jest niewielki ubytek etatów z początkiem tego roku. Odczyty są spójne z naszymi oczekiwaniami wstrzemięźliwego podejścia firm do zwiększania zatrudnienia w otoczeniu podwyższonych kosztów płacowych.

Inflacja konsumencka w kwietniu, wg wstępnego szacunku GUS, odbiła do 2,4% r/r z 2% r/r w marcu. W ub. miesiącu „zdjęta” została tarcza antyinflacyjna z żywności. Tym

Polska – inflacja CPI (% r/r) i jej kompozycja (p.p)

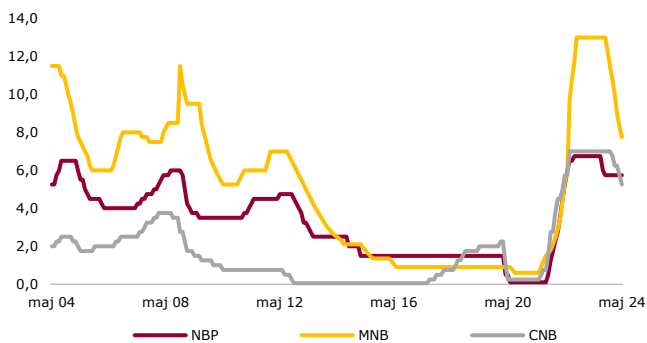


niemniej, w korzystnym otoczeniu cen hurtowych, nie doszło do pełnej transmisji na ceny końcowe żywności przywróconych stawek VAT. Szacujemy, że w kwietniu zobaczyliśmy ok. połowy efektu wycofania tarczy. To pozwoliło utrzymać CPI na stosunkowo niskim poziomie i już obecnie widać, że w 2Q'24 wskaźnik ma szansę uplasować się poniżej 3% r/r, co oznaczałoby, że względem ostatniej projekcji NBP, w scenariuszu zakładającym pełne wycofanie tarcz (żywność od kwietnia, energia od lipca), inflacja idzie wyraźnie niższą ścieżką – NBP prognozował w 2Q'24 CPI średnio na 3,4% r/r. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) też powinna być niżej. Szacujemy, że ok. 3,9% r/r wobec prognozy NBP 4,4% r/r

Polska – różnica stopy NBP i inflacji CPI (p.p.)



Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Tym niemniej majowe posiedzenie RPP nie przyniosło zmian w polityce monetarnej. Stopy procentowe zostały utrzymane na dotychczasowym poziomie, w tym główna na 5,75%. Z komunikacji ewidentnie wynika, że scenariuszem bazowym wg większości gremium nadal jest stabilizacja stóp procentowych do końca br. Argumenty za takim a nie innym nastawieniem nie ulegają istotnym przeobrażeniom. RPP obawia się ciasnego rynku pracy i wysokiej dynamiki płac. Poza tym obecny kształt tarczy antyinflacyjnej wg wstępnych analiz NBP skieruje CPI wyraźnie powyżej 5% r/r na koniec 2024. Inflacja bazowa z kolei po zejściu w okolice 4% r/r w I połowie br. ma się stabilizować na tym poziomie w drugiej połowie. Temat luzowania polityki monetarnej wg prezesa A. Glapińskiego pojawi się na wokandzie prawdopodobnie dopiero z początkiem przyszłego roku. Takie stanowisko wpisuje się w naszą obecną prognozę rozpoczęcia obniżek stóp w 1Q'25. Z tym, że ryzyka dla ścieżki inflacji, którą z grubsza kreślił A. Glapiński po majowym posiedzeniu RPP, są w naszej ocenie przesunięte w dół. CPI na koniec roku będzie bliżej 5% r/r, a inflacja bazowa prawdopodobnie zejdzie nieco poniżej 4% r/r w drugiej połowie br. Nie jest to jednak raczej skala rozbieżności, która pchnie RPP do szybszego luzowania polityki monetarnej – więcej pewności, że CPI zejdzie trwale do celu, w naszej ocenie, pojawi się mimo wszystko dopiero w 2025.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 15-03-2024

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24P	2q24P	2024P	2025P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,3	-0,6	0,5	1,0	1,8*	2,6	3,3	4,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,0	16,5	11,3	15,8	2,0*	2,3	2,3	7,5
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-1,8	-2,9	0,8	0,0	3,4	2,9	3,9	4,4
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	16,1	11,5	8,2	6,2	2,0	3,6	5,8	3,0
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	17,0	13,1	9,7	6,5	2,8	3,0	3,9	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r)	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	10,7	11,2	8,5
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	5,0	5,1	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,5	5,2	5,0	5,0	5,4	5,1	5,1	5,1
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r)	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,6	0,4	0,2	0,3
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	6,06	5,78	5,91	5,20	5,43	5,37	5,18	4,68

* korekta o nowcast na podstawie dostępnych danych za 1Q'24
Dane historyczne dot. rachunków narodowych skorygowane o aktualizację szacunku PKB opublikowaną przez GUS 18.04.2024

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	kwi 23	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 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)	-6,0	3,3	-6,0	8,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,6	
Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe)	1,1	-4,9	-13,3	-2,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				-5,0	
Sprzedaż detaliczna (% r/r, ceny stałe)	-7,3	6,1	6,1	6,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,2	
Inflacja konsumencka (% r/r)	16,1	3,7	2,8	2,3	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,5	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% r/r)	12,2	5,4	4,6	4,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,1	
Stopa bezrobocia (%)	5,3	5,4	5,3	5,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,2	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,3	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)	12,1	12,9	12,0	12,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				12,1	
Eksport towarów (% r/r, EUR)	2,0	0,4	-5,1		
<i>konsensus Parkiet</i>			-8,7		
Import towarów (% r/r, EUR)	-8,8	0,9	-4,4		
<i>konsensus Parkiet</i>			-7,0		

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.



”

WYDŁUŻONY ROZPĘD

Makrowizjer