ALIOR BANK

RYNEK PRACY ZAGRAŻA DEZINFLACJI?

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych

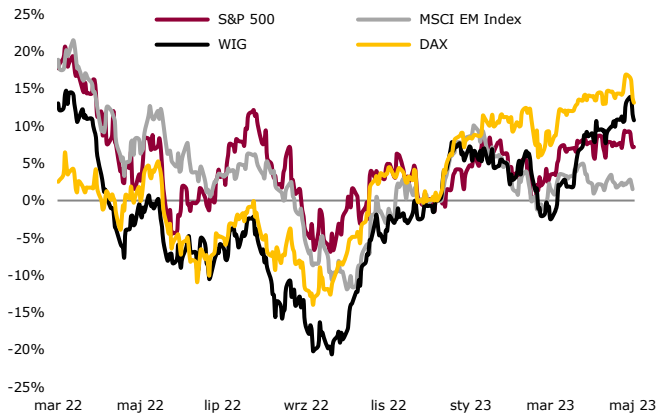
Czerwiec 2023

Makrowizjer

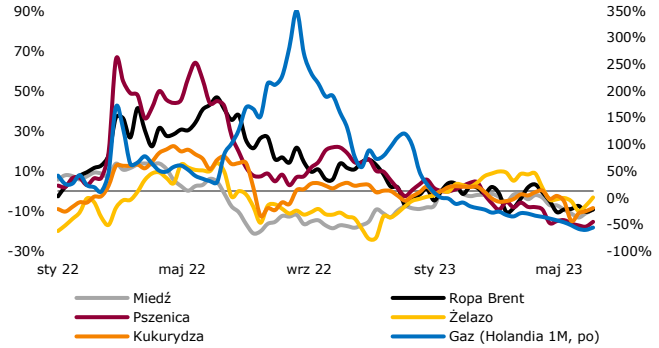
Dział Analiz Makroekonomicznych
czerwiec 2023

- Łagodne chłodzenie gospodarki w USA
- Niepokojąca rewizja PKB w strefie euro i Niemczech
- Rynek pracy w Polsce pozostaje silny

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

W maju rynek skoncentrował się na kwestii pułapu zadłużenia w USA, a na dalszy plan zeszła sytuacja w sektorze bankowym. Fed i EBC utrzymały restrykcyjną politykę pieniężną i dokonały kolejnych podwyżek stóp procentowych wobec wciąż relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Dodatkowo Fed komunikuje możliwość pauzy w cyklu na kolejnym posiedzeniu w połowie czerwca. Ryzyka związane z sektorem finansowym były jedną z przyczyn, dla której amerykańska giełda pozostawała nieco w tyle za europejskimi w tym roku. Maj nieco odmienił tę sytuację. SP500 wzrósł w maju o 0,2%, a YTD na koniec tego okresu o 8,9%. Niemiecki DAX oraz Eurostoxx odjęły w maju kilka procent od tegorocznych wzrostów i w ujęciu YTD zyskują odpowiednio 13,9% oraz 12,2%. Na tym tle warszawski WIG wygląda relatywnie dobrze, ze wzrostem na koniec maja o 10,7% YTD. Gorzej sytuacja wygląda na rynkach wschodzących. Indeks MSCI EM tracił w maju i wzrósł na koniec maja zaledwie o 0,2% YTD. W ujęciu globalnym maj odznaczał się wyraźnymi różnicami pomiędzy sektorami – wzmacniane były akcje spółek technologicznych, a traciły energetycznych.

Surowce

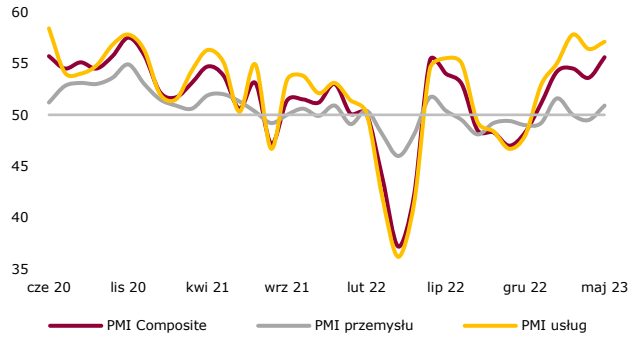
Po lekkim odbiciu w ujęciu m/m w kwietniu w cenach ropy czy żywności, maj przyniósł odwrotne tendencje. Zarówno ceny ropy jak i żywności powróciły w tym okresie do tendencji spadkowej.

Na rynku ropy mamy obecnie do czynienia z trzema zjawiskami. Z jednej strony od maja do końca ’23 państwa OPEC+ mają wdrażać dobrowolną redukcję podaży ropy, w sumie o ok. 1,6 mln baryłek dziennie (ok. 1,5% światowego popytu). Z drugiej strony od kwietnia do czerwca br. USA uwalniają rezerwy strategiczne odpowiadające za ok. 0,3% światowego popytu. Z trzeciej strony w tle rozgrywa się chłodzenie globalnej koniunktury. Po decyzji OPEC+ ceny ropy w kwietniu wzrosły, przy czym w maju ponownie spadły, co sugeruje o przeważającym wpływie mniejszego popytu globalnego.

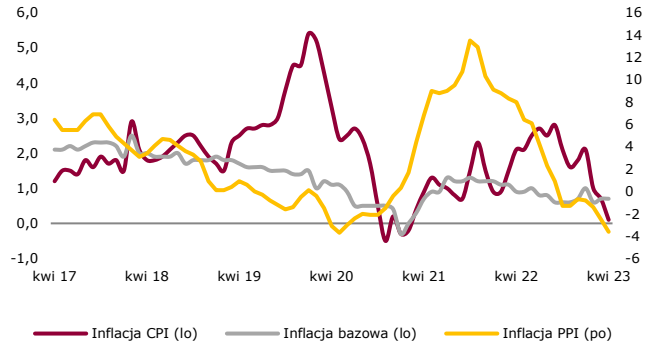
Indeks FAO agregujący szeroką gamę surowców rolnych, po nieznacznym wzroście w ujęciu m/m w kwietniu, w maju powrócił do spadku. W ujęciu r/r indeks kontynuował tendencję spadkową, sięgając lokalnego minimum -21,4% r/r w maju, co przekłada się już na zauważalny spadek presji na ceny żywności m. in. w USA, strefie euro, a także w Polsce.

Gaz ziemny w Europie w kontraktach na dostawy w terminie 1 miesiąca z końcem maja i początkiem czerwca był kwotowany w cenach ok. 25 EUR/MWh, najniżej od maja’21. W stosunku do lat przedpandemicznych ceny gazu kształtują się obecnie na poziomach ok. 1,5-krotnie wyższych. Powoli wygasa pozytywny (spadkowy) impuls dla cen energii w UE.

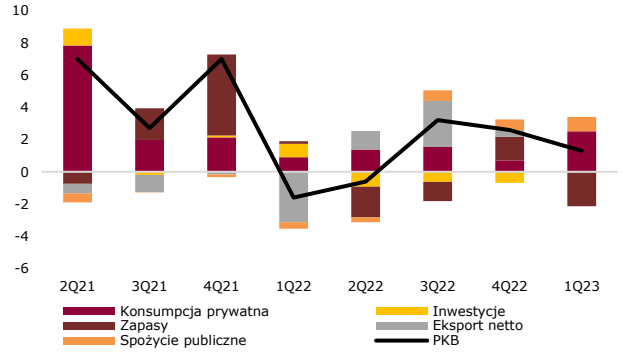
Chiny – indeksy PMI (S&P Global)



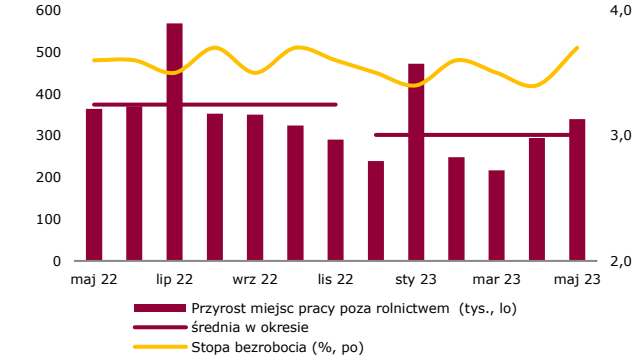
Chiny – inflacja CPI (%, r/r)



USA – Dynamika PKB (% k/k SAAR) **i jego kompozycja** (p.p.)



USA – Rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Chiny

Po początkowym ujawnieniu stłumionego popytu, po luzowaniu restrykcji epidemicznych, dane gospodarcze za kwiecień dla Chin nie do końca spełniły oczekiwania. Sprzedaż detaliczna w kwietniu w ujęciu YTD r/r rosła o 8,5%, wobec 5,8% w marcu. Podobnie jak miesiąc wcześniej, w kwietniu część tego pozytywnego efektu była pochodną zaniżonej bazy sprzed dwunastu miesięcy związaną z restrykcjami COVID-19. Słabiej przyspiesza produkcja w przemyśle – w kwietniu rosła o 3,6% YTD wobec 3,0% miesiąc wcześniej. Tu wciąż wpływ ma słabszy popyt zewnętrzny.

Na razie tempo ożywienia w Chinach rozczarowuje. Niezadowalający popyt odzwierciedlają także dane dotyczące inflacji. Inflacja CPI nieco w maju odbiła do zaledwie 0,2% r/r z 0,1% r/r w kwietniu, a PPI od ośmiu miesięcy jest ujemna. Jej spadek w ujęciu r/r pogłębia się, do -4,6% w maju. Także dane z bilansu handlowego ukazują słabość popytu. Eksport po wzroście o 8,5% r/r w kwietniu skurczył się w maju o 7,5% r/r. W przypadku importu, który skurczył się w kwietniu o 7,9% r/r, w maju spadek zmniejszył się, do 4,5% r/r. Wskaźnik PMI dla przemysłu (50,9) wskazuje, że w maju produkcja wzrośnie. Przy czym od kilku miesięcy PMI dla przemysłu pełza w przedziale 49-51,5 wskazując na „kruchość" obecnej koniunktury w tym sektorze. Inaczej sytuacja wygląda w usługach, utrzymuje się mocne ożywienie - PMI na poziomie 57,1 w maju.

USA

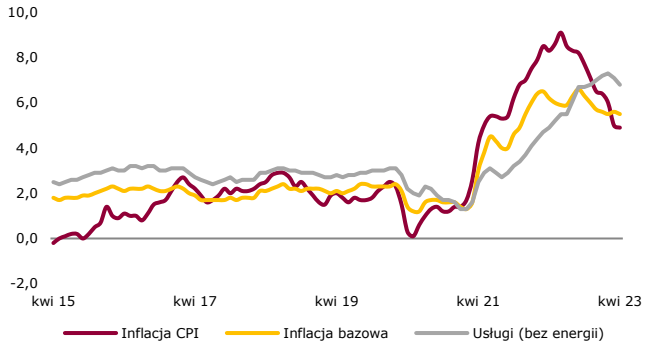
Dane o PKB świadczą o chłodzeniu amerykańskiej gospodarki, będącym pochodną restrykcyjnej polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed. Jednak chłodzenie jest relatywnie łagodne, na co wskazuje wciąż silny rynek pracy. Presja inflacyjna powoli słabnie, a Fed zapowiedział pauzę w cyklu podwyżek stóp procentowych na posiedzeniu w czerwce, co jest też zgodne z oczekiwaniami rynku.

Pierwszy szacunek PKB USA za 1Q'23 (1,1% k/k SAAR) został zrewidowany. PKB w pierwszym kwartale wzrósł o 1,3% k/k w ujęciu zannualizowanym (SAAR) – rewizja o 0,2 p.p. w górę, podczas gdy rynek oczekiwał 1,1%, tak jak we wstępnym odczycie. Nie zmienia to jednak obrazu gospodarki amerykańskiej, która pozostaje w fazie chłodzenia koniunktury, co jest także po myśli Fed.

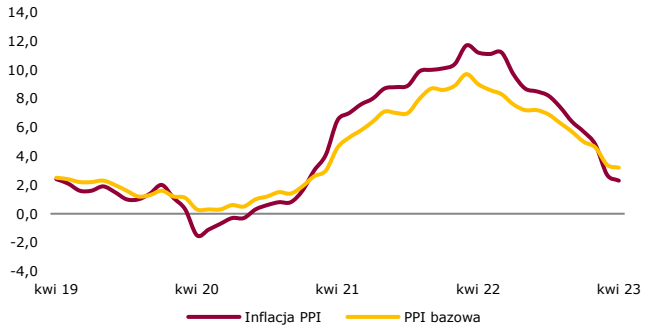
Majowe dane z rynku pracy w USA zaskoczyły. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło w maju o 339 tys. etatów wobec 294 tys., przewyższając oczekiwania rynku, po korekcie w górę o 41 tys. w kwietniu. Dane za marzec także zostały skorygowane w górę. Wzrost miejsc pracy nastąpił głównie w sektorze usług. Dla stopy bezrobocia mieliśmy negatywną niespodziankę - ta wzrosła w maju o 0,3 p.p., do 3,7% wobec oczekiwań na poziomie 3,4%. Wskaźnik aktywności zawodowej od marca pozostaje niezmieniony. Dynamika płac w ujęciu r/r spowolniła w maju o 0,1 p.p., do 4,3%, a m/m po wyrównaniu sezonowym obniżyła się do 0,3%. Z jednej strony pomimo silniejszego wzrostu stopy bezrobocia dane wskazują, że rynek pracy w USA pozostaje mocny i utrzymuje charakter proinflacyjny. Z drugiej strony liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA wzrosła do 261 tys. wobec oczekiwanych 235 tys. i 233 tys. poprzednio, co sugerowałoby jednak chłodzenie rynku pracy.

Inflacja konsumencka w kwietniu przyhamowała spadkową tendencję. Wskaźnik CPI tylko nieznacznie się obniżył, do 4,9% r/r z 5% r/r w marcu, co niemniej jednak jest

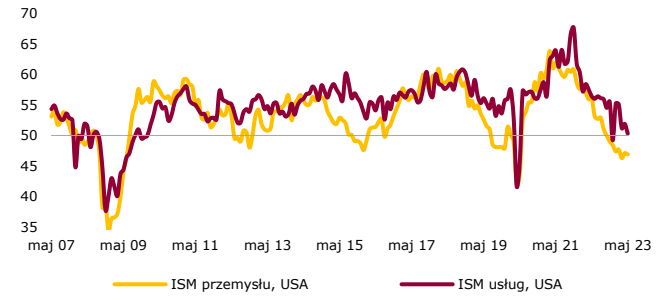
USA – inflacja CPI (%, r/r)



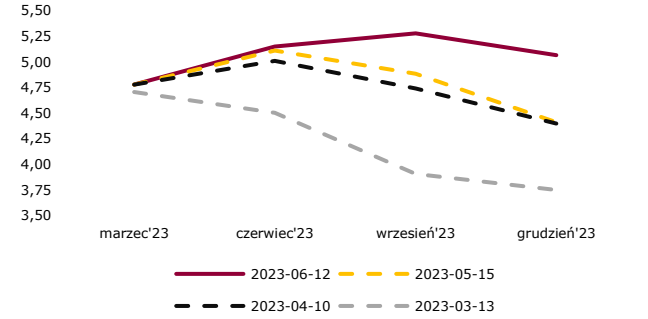
USA – inflacja PPI (%, r/r)



USA – indeksy PMI (ISM)



USA – zmiana wyceny rynkowej stopy Fed (%, środek przedziału) **w ostatnich miesiącach**



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

najniższym poziomem od niemal 2 lat. Przy czym wątpliwości niezmiennie dotyczą inflacji bazowej, która od początku ’23 niepokojąco „mości się” w okolicy 5,5% r/r i w połączeniu z dobrym bieżącym obrazem rynku pracy stanowi wciąż główne zmartwienie Fed. Pozytywne sygnały dezinflacyjne płyną jednak od strony cen producentów. Indeks cen producentów w ujęciu r/r obniża się systematycznie, w kwietniu do 2,3% r/r (poziomu najniższego od stycznia’21) wobec 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Dane o PPI powinny obniżać presję na zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed.

Wskaźniki koniunktury dla USA nadal są niejednoznaczne. Te od S&P Global wskazują, że usługi są w fazie przyspieszającego ożywienia od lutego br., a przemysł radzi sobie gorzej. W maju wskaźnik dla usług wzrósł z 53,6 do 55,1, a dla przemysłu obniżył się z 50,2 do 48,5. Jednakże bardziej przekonujące są indeksy ISM. Tu mamy obraz słabnącego ożywienia w usługach oraz dekoniunktury w przemyśle, gdzie wskaźnik wciąż kształtuje się poniżej 50. W jednym i drugim przypadku ocenę sytuacji zaburzają postpandemiczne zaległości i odłożony popyt. Jednakże biorąc pod uwagę wartość nowych zamówień w przetwórstwie przemysłowym, która spada (w ujęciu nominalnym) od 4Q’22, otrzymujemy obraz kontynuacji chłodzenia gospodarki, co może budować oczekiwania na łagodniejsze podejście Fed w polityce monetarnej.

Po podniesieniu w maju stóp procentowych o 25 p.b.(do 5-5,25%, to maksymalny poziom sprzed kryzysu finansowego z lat 2008-09), Fed równolegle dał do zrozumienia, że w czerwcu planuje pauzę w cyklu. I tak też kształtują się oczekiwania rynkowe na najbliższe posiedzenie Fed w dniach 13-14 czerwca. Jednakże dane z gospodarki amerykańskiej, które spłynęły po ostatnim decyzyjnym posiedzeniu z początku maja mogły wzbudzić niepokój Fed. Z jednej strony obserwujemy chłodzenie koniunktury, z drugiej strony rynek pracy i dane o zatrudnieniu są zaskakująco dobre. Wraz z czerwcową decyzją o stopach opublikowane zostaną także najnowsze projekcje makroekonomiczne. Rynek obecnie wycenia jeszcze jedną podwyżkę stóp w 3Q’23.

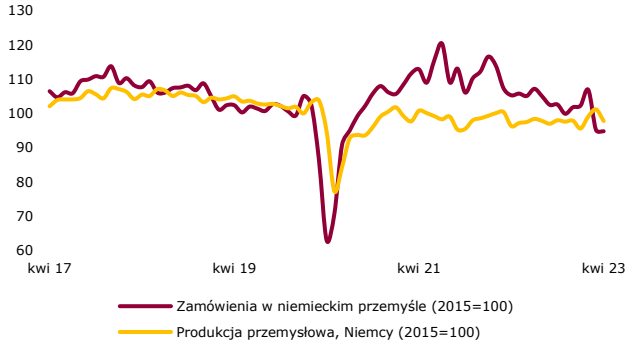
Europa

Dane o PKB w strefie euro za 1Q’23 zostały zrewidowane w dół, do czego „dołożyła się” słabsza niż oczekiwano koniunktura w Niemczech. Rozczarowujące miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej ze strefy euro i Niemiec wskazują, że 2Q’23 popyt pozostaje słaby. Rynek pracy pozostaje mocny przy słabnącej presji inflacyjnej. Przy czym inflacja bazowa pozostaje relatywnie wysoka, co martwi EBC i nie pozwala zejść z tonu jastrzębiej retoryki. Na posiedzeniu w czerwcu rynek oczekuje kolejnej podwyżki stóp o 25 p.b.

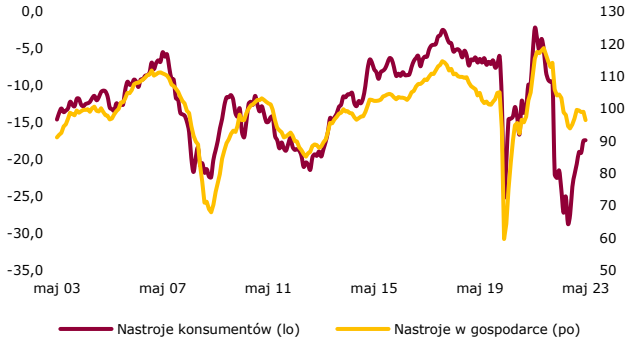
Według finalnego odczytu PKB w strefie euro spadł w 1Q’23 o 0,1% k/k wobec wstępnych szacunków +0,1% k/k, a w ujęciu r/r PKB w strefie euro wzrósł w 1Q’23 o 1,0% wobec wstępnych 1,3%. Dane dla strefy euro zostały zrewidowane w dół m.in. „z winy” Niemiec, gdzie miała miejsce silna rewizja. PKB Niemiec w 1Q’23 skurczył się o 0,2% r/r – korekta o 0,4 p.p. w dół w porównaniu ze wstępnym odczytem i wzrostem o 0,3% r/r w 4Q’22. Dane k/k zostały także zrewidowane w dół, o 0,3 p.p., osiągając -0,3% k/k. Spadek ten wynika m.in. z rozczarowującej produkcji przemysłowej w marcu. W rezultacie gospodarka Niemiec technicznie znalazła się w recesji, po spadku PKB o 0,5% k/k w 4Q’22.

Początek 2Q’23 nie zapowiada się „różowo” w strefie euro. Opublikowane zostały rozczarowujące dane za kwiecień dla Niemiec o zamówieniach i produkcji w przemyśle. Dodatkowo

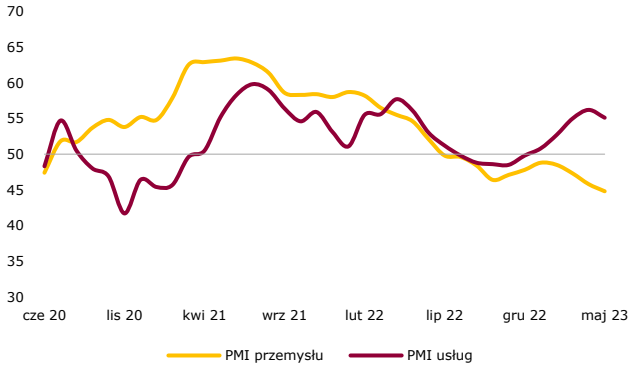
Niemcy – Produkcja przemysłowa i zamówienia w przemyśle



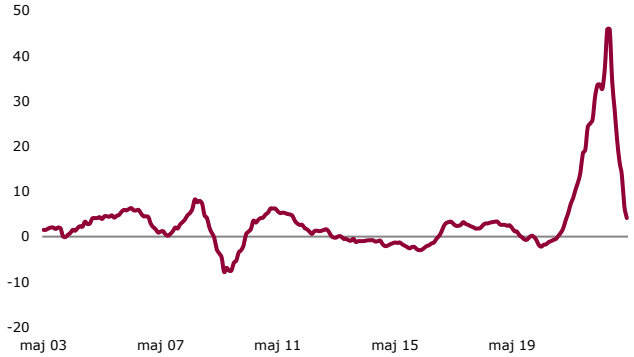
Strefa euro – indeksy koniunktury wg KE



Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



Niemcy – inflacja PPI (%, r/r)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

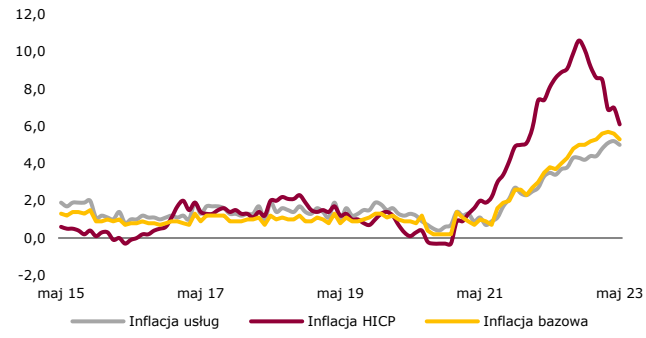
konsumpcja w Europie słabnie. Wolumen sprzedaży detalicznej w strefie euro utrzymuje się w trendzie spadkowym. W kwietniu poziom sprzedaży detalicznej nie zmienił się w porównaniu z marcem, co było rozczarowaniem dla rynku oczekującego wzrostu o 0,2% m/m. W ujęciu r/r nadal obserwujemy spadek sprzedaży (-2,6% r/r w kwietniu). Największe spadki dotyczą sprzedaży żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (-4,4% r/r), a następnie produktów nieżywnościowych (-1,1% r/r). Warto zauważyć, że sprzedaż paliw spadła po raz pierwszy od wielu miesięcy, o 1,8% r/r. Dane te ukazują dalszą słabość siły konsumpcyjnej w strefie euro. Przy czym badania nastrojów konsumentów pokazują, że stają się oni coraz mniej pesymistyczni. Jednakże są wciąż na niskim poziomie, odpowiadającym temu z okresu kryzysu zadłużenia (2012-13), podczas gdy stopa bezrobocia pozostaje rekordowo niska (w marcu i kwietniu 6,5%).

Inaczej sytuacja wygląda w badaniach nastrojów w biznesie. Według badań KE w biznesie sytuacja była w maju nieco gorsza niż w kwietniu we wszystkich obszarach, takich jak przemysł, budownictwo, sprzedaż detaliczna i usługi. Odczyty wskaźników PMI dla maja pokazały, że przemysł w strefie euro pozostaje słaby, podczas gdy sektor usługowy nadal jest mocny. Wzrost komponentu usługowego został jednak przerwany, osiągając wartość 55,9 wobec 56,2 w kwietniu. W przemyśle wskaźnik PMI spadł w maju do 44,6 z 45,8 w poprzednim miesiącu, co było większym spadkiem niż oczekiwano. Spadające zamówienia nie dają obiecujących perspektyw dla sektora. Także sytuacja w Niemczech nie wygląda dobrze. Indeks nastrojów w niemieckim biznesie za kwiecień, opracowany przez instytut Ifo, spadł o 1,7 do 91,7, sygnalizując pogorszenie nastrojów w Niemczech za co odpowiadał głównie handel i przemysł. Pogorszenie choć oczekiwane zaskoczyło skalą, a niepewność w biznesie nadal rośnie. Zegar cyklu koniunkturalnego dalej wskazuje, że niemiecka gospodarka znajduje się w fazie kryzysu gospodarczego, a prawdopodobieństwo przejścia do fazy ożywienia obniżyło się do umiarkowanego, co nie jest dobrym sygnałem dla perspektyw gospodarki Niemiec.

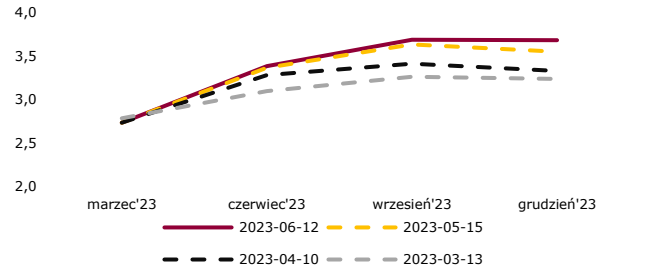
Wstępne dane Eurostatu dotyczące inflacji konsumenckiej w strefie euro w maju były niższe niż oczekiwano. HICP obniżył się z 7% r/r do 6,1% r/r. Inflacja bazowa i inflacja usług również hamują, co daje pewien optymizm, choć pozostają one powyżej historycznych średnich. Pomimo lekkiego nieznacznego wzrostu cen inflacji konsumenckiej w kwietniu, wskaźnik inflacji PPI kontynuował spadkową tendencję w tym okresie, osiągając jedynie 1,0% r/r wobec 5,5% w marcu. Jest to zatem dobry sygnał dla kontynuacji dezinflacji CPI, co powinno wpłynąć na łagodniejsze podejście EBC, chociaż ostatnie wypowiedzi prezeski EBC pozostają w jastrzębim charakterze.

Zapewne na retorykę EBC wpływa wciąż wysokie momentum inflacji bazowej . Christine Lagarde, prezes EBC, twierdzi, że nie ma pewności, czy inflacja bazowa już osiągnęła swój szczyt. Wskazała również, że wśród decydentów EBC wciąż dominuje przekonanie o konieczności dalszych podwyżek stóp procentowych. Z jednej strony ta jastrzębia retoryka jest częścią prowadzonej polityki monetarnej, z drugiej strony EBC zbliża się do zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych (bazowy scenariusz obecnie to +50 p.b, rozłożone na dwa ruchy). Choć jednocześnie pozostawia możliwość większych ruchów, jeśli mocny rynek pracy spowoduje materializację obaw inflacyjnych. Kolejne decyzje EBC poznamy już 15 czerwca.

Strefa euro – inflacja HICP (%, r/r)

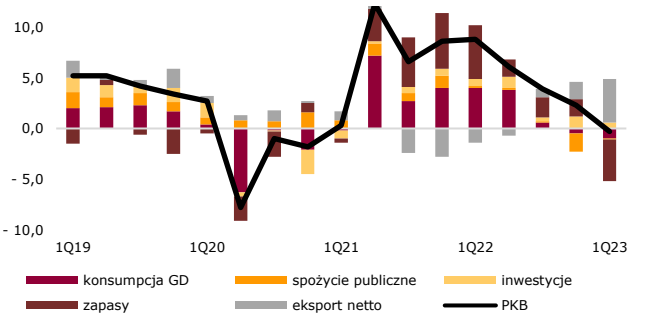


Strefa Euro – Wycena stopy depozytowej EBC (%) **w czasie**

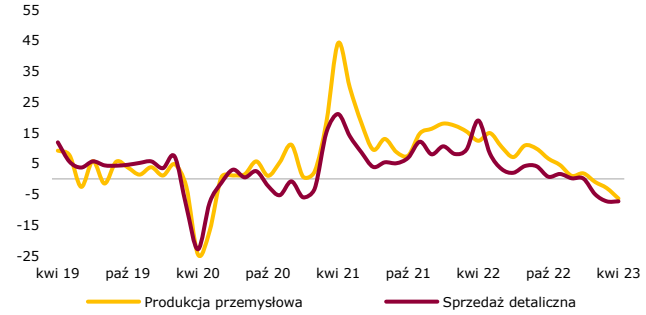


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Polska – Dynamika PKB (realnie, %, r/r) **i jego kompozycja** (p.p.)



Polska – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (%, r/r)



źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

Polska

Dane o PKB były w 1Q'23 lepsze od oczekiwań, szczególnie w zakresie inwestycji. Jednakże początek 2Q'23 wskazuje na utrzymującą się słabość koniunktury, zwłaszcza w przemyśle, a sprzedaż detaliczna w kwietniu dalej obrazuje spadek popytu konsumpcyjnego. Spodziewamy się zatem, że PKB w 2Q'23 może mieć jeszcze słabszą dynamikę niż w 1Q'23. Dane o zatrudnieniu i stopie bezrobocia potwierdzają, że z jednej strony trwające obecnie chłodzenie polskiej gospodarki odbywa się bez większych szkód dla rynku pracy. Z drugiej strony oznacza to ryzyko utrzymania wysokiej presji płacowej, a co za tym idzie możliwość wydłużonego okresu podwyższonej inflacji.

PKB Polski za 1Q'23 został zrewidowany z -0,2% r/r rok do roku do -0,3% r/r. W 1Q'23 konsumpcja prywatna spadła o 2% r/r, przy czym inwestycje wzrosły o 5,5% r/r. Wkład zapasów był negatywny, a eksportu netto pozytywny. Słabe było także spożycie w sektorze publicznym (-0,5% r/r). Nieco wyższy odczyt za 1Q'23 skłonił nas do rewizji prognoz wzrostu gospodarczego w tym roku. Podwyższyliśmy prognozę dynamiki PKB w 2023 z 0,1% r/r do 0,6% r/r. W przypadku konsumpcji prywatnej podnosimy prognozę z -0,7% r/r do -0,6% r/r. Pomimo lepszego początku roku 2Q'23 w naszej ocenie przyniesie pogłębienie spadku PKB w ujęciu r/r (do -0,8% r/r), jak sugerują słabsze miesięczne dane makroekonomiczne. Początek roku charakteryzuje się pogorszeniem popytu na dobra, a poprawą na usługi. Sytuacja naszym zdaniem zacznie się poprawiać w 2H'23. Zdecydowanie lepiej wygląda obraz popytu inwestycyjnego. Po bardzo mocnym początku roku (5,5% r/r), wspieranym wciąż solidnymi inwestycjami w sektorze przedsiębiorstw, podwyższamy naszą prognozę nakładów na środki trwałe z 1,9% r/r do 4,3% r/r.

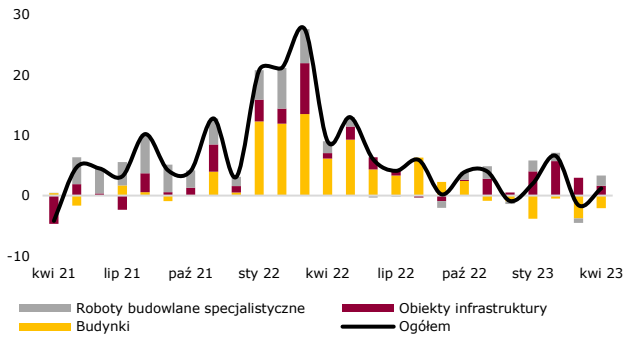
W kwietniu produkcja przemysłowa w kraju kontynuowała negatywne tendencje, skurczyła się o 6,4% r/r. Słabnący popyt krajowy i globalny coraz bardziej dotyka sektor przemysłowy. Jedynie sektor motoryzacyjny nadal radzi sobie stosunkowo dobrze, przy czym pozytywny impuls tam również słabnie. Branże energochłonne wciąż odczuwają presję podażową. Natomiast produkcja dóbr inwestycyjnych nadal utrzymuje się na wysokim poziomie, częściowo związana popytem wewnętrznym i eksportem na Ukrainę. Jednak spowolnienie w przemyśle ma pozytywny skutek - szybkie obniżenie inflacji PPI, która w kwietniu po raz pierwszy od sierpnia '21 była jednocyfrowa.

W sprzedaży budowlano-montażowej utrzymuje się zmienny obraz. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła kwietniu o 1,2% r/r wobec spadku o 1,5% r/r miesiąc wcześniej. W dalszym ciągu obraz sektora wygląda odmiennie w poszczególnych kategoriach. Już nieco słabiej, przy czym ponownie wzrosła aktywność w obszarze związanym z budową obiektów infrastruktury. Niezmiennie utrzymują się spadki w budowie budynków.

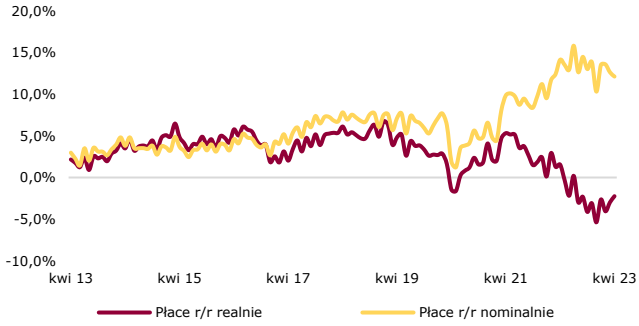
Sprzedaż detaliczna w kwietniu ponownie odzwierciedliła nadzwyczajną słabość konsumenta i spadła o tyle samo co w marcu, 7,3% r/r. Po uwzględnieniu sezonowych czynników, sprzedaż wzrosła o 1,1% m/m. Mimo że jest to odbicie obiecujące, należy zauważyć, że następuje po dwóch miesiącach silnego spadku.

Dane BAEL za 1Q'23 pokazują dobrą sytuację na rynku pracy na początku roku. W porównaniu do 1Q'22, liczba bezrobotnych wzrosła tylko o 6 tys., a była niższa o 31 tys. niż rok wcześniej. Stopa bezrobocia w 1Q'23 wyniosła 2,9%, co oznacza spadek o 0,2 p.p. w porównaniu do poprzedniego

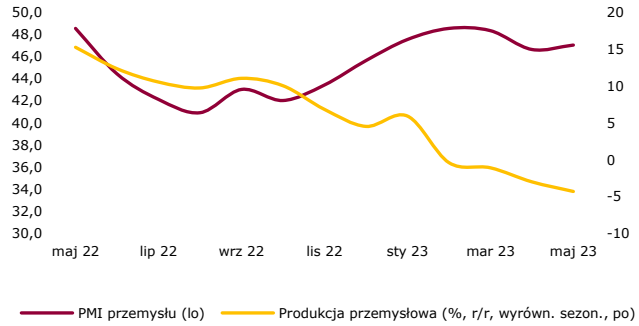
Polska – Budownictwo (%, r/r, realnie) **i struktura** (p.p.)



Polska – Wynagrodzenia, sektor przedsiębiorstw, (%, r/r)

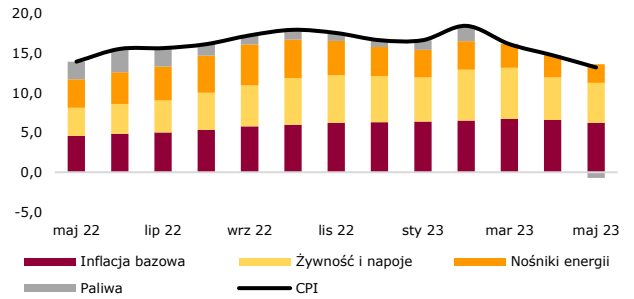


Polska – PMI przemysłu



źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

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



źródło: GUS, NBP, opracowanie własne DAM

roku. Taki poziom stopy bezrobocia jest jednym z najniższych w ciągu ostatnich 10 lat. Liczba pracujących wzrosła zarówno w porównaniu do poprzedniego kwartału, jak i do poprzedniego roku. Współczynnik aktywności zawodowej i wskaźnik zatrudnienia również rosną, osiągając w 1Q'23 najwyższe poziomy od co najmniej 10 lat i wskazują na korzystną sytuację na rynku pracy. W kwietniu stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5,2% wobec 5,4% miesiąc wcześniej. Spadek liczby bezrobotnych w kwietniu br. był nieco większy niż w analogicznych miesiącach w latach 2021-2022. Według wstępnych danych MRiPS stopa bezrobocia rejestrowanego dalej się obniżyła, do 5,1% w maju.

Roczny wzrost wynagrodzeń zwalnia powoli. W kwietniu przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 12,1% r/r wobec 12,6% r/r miesiąc wcześniej. W kwietniu wynagrodzenia obniżyły się o 1% m/m w porównaniu do wzrostu o 6,3% m/m w marcu, głównie z powodu mniejszych premii. Najwyższą dynamikę wynagrodzeń odnotowano w górnictwie i wydobywaniu. Realna dynamika funduszu wynagrodzeń pozostała ujemna w kwietniu. Utrzymujący się spadek siły nabywczej prowadzi do redukcji popytu konsumpcyjnego, przy czym sytuacja na rynku pracy nadal pozostaje relatywnie dobra. To wraz z hamowaniem inflacji powinno pobudzać wzrost konsumpcji gospodarstw domowych, jednak prawdopodobnie dopiero od połowy roku.

PMI daje sygnały dezinflacyjne. Majowy odczyt PMI przemysłu dla Polski zaskoczył lekko pozytywnie i wzrósł z 46,6 do 47, przy oczekiwaniach umiarkowanego spadku. Produkcja, nowe zamówienia i zatrudnienie według badania ponownie spadły, choć wolniej niż w kwietniu. Istotną kwestią pozostaje inflacja. W badaniu odnotowany został rekordowy spadek presji cenowych, przy tańszych surowcach, mocniejszym złotym i poprawie sytuacji w łańcuchach dostaw.

Inflacja konsumencka w Polsce obniżyła się z 14,7% r/r w kwietniu do 13% r/r w maju. Wpływ na obniżenie inflacji w maju miały głównie ceny energii, jednak żywność zdrożała mocniej niż w poprzednim miesiącu (o 0,6% m/m). Przełożenie spadku cen surowców rolnych na ceny konsumenckie jest na razie umiarkowane. Inflacja bazowa powoli wykazuje pozytywne sygnały. W kwietniu wzrosła o 1,0% m/m po uwzględnieniu sezonowych czynników, wolniej niż w lutym i marcu '23. Choć to dobry sygnał, nadal jest za wcześnie, aby mówić o trwałych pozytywnych tendencjach w tym obszarze. W 2023 nieznacznie podwyższamy prognozę średniorocznej CPI z 11,7% do 12,3% r/r, co wynika głównie z nieco wyższej bieżącej ścieżki inflacji. W dalszej części roku wciąż jednak spodziewamy się kontynuacji deflacji, a w 4Q'23 powinniśmy zobaczyć jednocyfrowe dynamiki CPI w ujęciu r/r.

Pomimo hamowania inflacji nie zmieniamy naszych oczekiwań co do polityki monetarnej. Spodziewamy się utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie do 1Q'24. Z drugiej strony w RPP pojawiają się komentarze o możliwości obniżek stóp procentowych na przełomie 2023/2024. Obecny rozwój globalnego scenariusza makro w kierunku nieco mniej uporczywej inflacji w USA i strefie euro wydaje się sprzyjać takiemu nastawieniu RPP, choć w naszej ocenie na razie nie przesądza o wcześniejszym rozpoczęciu cyklu luzowania monetarnego.

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych
czerwiec 2023

Prognoza makroekonomiczna z dnia 22-06-02

	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23P	3q23P	2022	2023P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,8	1,1	5,1	0,5
Inwestycje (realnie, %, r/r)	7,1	2,5	5,4	5,5	2,6	5,0	5,0	4,3
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,2	0,5	3,3	-0,6
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	15,5	17,2	16,6	16,1	11,5	9,3	16,6	7,6
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	10,5	14,4	12,3
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	11,8	14,6	12,3	14,3	13,1	10,5	12,0	12,5
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,2	5,1	5,2	5,4	5,0	5,0	5,2	5,2
Bezrobocie - średnio (%)	5,4	5,2	5,1	5,5	5,1	5,0	5,4	5,2
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	1,0	-0,7	0,1	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	6,93	7,17	6,86	6,06	6,16	6,07	6,86	5,87

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	maj 22	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23
Stopa referencyjna NBP (%)	5,25	6,75	6,75	6,75	**6,75**
konsensus Parkiet					*6,75*
Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)	14,9	-3,0	-6,4	**-3,2**	
konsensus Parkiet				*-3,3*	
Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)	13,0	-1,6	1,2	**-0,7**	
konsensus Parkiet				*1,8*	
Sprzedaż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)	8,2	-7,3	-7,3	**-6,3**	
konsensus Parkiet				*-8,0*	
Inflacja konsumencka (%, r/r)	13,9	16,1	14,7	**14,8**	
konsensus Parkiet				*15,0*	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(%, r/r)	8,5	12,3	12,2	**12,2**	
konsensus Parkiet				*12,1*	
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,4	5,2	**5,3**	
konsensus Parkiet				*5,3*	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	2,4	0,5	0,4	**0,2**	
konsensus Parkiet				*0,3*	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	13,5	12,6	12,1	**12,1**	
konsensus Parkiet				*12,1*	
Eksport towarów (%, r/r, EUR)	27,5	15,5	**10,2**		
konsensus Parkiet			*11,8*		
Import towarów (%, r/r, EUR)	33,8	-3,0	**-13,7**		
konsensus Parkiet			*-11,2*		

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 obaczone ryzykiem błędu.
Podejmując 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.

ALIOR BANK

RYNEK PRACY ZAGRAŻA DEZINFLACJI?

Makrowizjer