

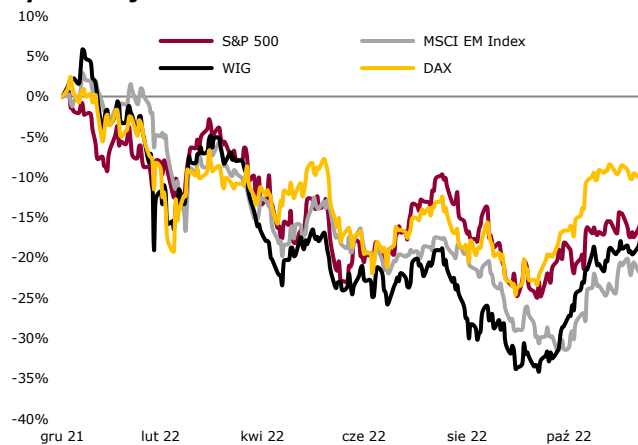


## ZASTRZYK OPTYMIZMU

Makrowizjer

- ✓ Szczypta optymizmu na koniec roku
- ✓ Nadchodzący rok wiąże się wciąż z dużą niepewnością
- ✓ Polskę czeka silne spowolnienie gospodarcze, ale jest szansa na dezinflację

## Rynek akcji



## Bloomberg Commodity Index



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

Okres ostatnich tygodni przyniósł stabilizację na głównych parkietach akcji, po fazie solidnej korekty wzrostowej rozgrywanej w październiku i pierwszej połowie listopada. W ujęciu YTD amerykański SP500 traci ok. 15%, a niemiecki DAX ok. 9%. Na tle rynków wschodzących i rozwijających się, giełdy gospodarek rozwiniętych radzą sobie w tym roku relatywnie lepiej. To charakterystyczne dla czasu wysokiej niepewności, a do takiego zalicza się w zasadzie cały 2022, w trakcie którego w grze były skrajnie pesymistyczne scenariusze globalne przy nakładających się na siebie skutkach kryzysów inflacyjnego, energetycznego i geopolitycznego. Wydarzenie ostatnich tygodni pokazują jednak, że prawdopodobieństwo realizacji najbardziej pesymistycznych opcji w każdym z ww. wymiarów maleje. Inflacja w gospodarkach rozwiniętych prawdopodobnie zaznaczyła punkt zwrotny, kraje UE mają coraz większe szanse na uniknięcie szeroko zakrojonych blackoutu tej zimy, a Rosja wyciszyła swój skandaliczny szantaż nuklearny związany z wojną w Ukrainie. Jeśli stabilizacja nastrojów potrwa dłużej, a Chiny pomyślnie przejdą właśnie zainicjowaną fazę luzowania restrykcji epidemicznych, do gry wyraźniej wejdą zapewne giełdy akcji EM. Na razie jednak pozostają w tyle. Indeks MSCI EM w połowie grudnia traci w ujęciu YTD ok. 21%, a warszawski WIG ok. 17%.

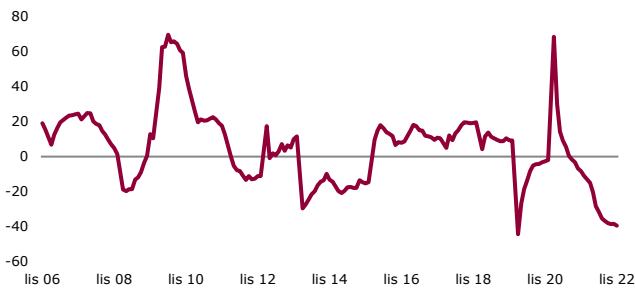
## Surowce

Pierwsza połowa br. na rynku surowców stała pod znakiem obaw o stronę podażową. Ta po pierwsze nie nadążała za silnym postpandemicznym globalnym ożywieniem, a dodatkowo została zaburzona przez skutki wojny w Ukrainie. Efektem były silnie rosnące ceny płodów rolnych, surowców energetycznych, czy też metali przemysłowych. Druga połowa br. przyniosła już jednak wyraźne spadki cen, napędzane w dużej mierze szybką deterioracją perspektyw światowej koniunktury gospodarczej, a co za tym idzie także popytu na surowce.

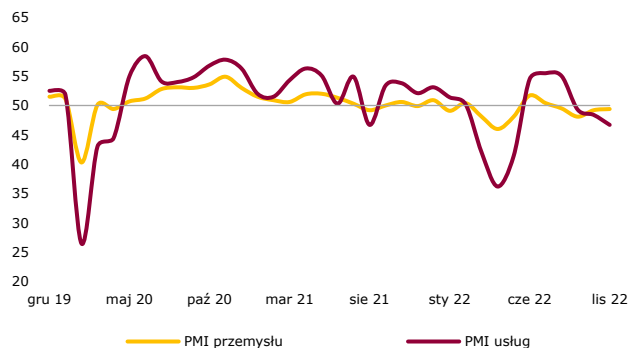
Bloomberg Commodity Index, obrazujący ceny głównych surowców wyrażonych w dolarze, ważonych wolumenem obrotu i produkcji, w czerwcu br. osiągnął poziom najwyższy od '14. W drugiej połowie br. zaliczył jednak solidne cofnięcie i z końcem roku jest już w rejonach obserwowanych tuż przed wybuchem wojny w Ukrainie. Korekta jest niemała (ok. 16% od ww. czerwcowego szczytu), ale mimo wszystko BCI wciąż jest znacznie (ok. 40%) powyżej średniej z przedpandemicznych lat stabilizacji (2015-2019).

Tymczasem w przypadku kluczowych surowców strona podażowa wydaje się wciąż mało elastyczna w krótkiej perspektywie. Wojna w Rosji ma skutki w postaci wysokich kosztów produkcji nawozów czego efekty obserwować będziemy w cenach płodów rolnych również w '23. UE uniknie zapewne skrajnie negatywnych scenariuszy kryzysu energetycznego, ale z wysokimi cenami energii będzie miała do czynienia w najbliższych latach. Dywersyfikacja dostaw gazu po odcięciu tych z kierunku rosyjskiego wykroczy poza '23, a dodatkowo globalne polityki klimatyczne redukuje potencjał wydobywczy w zakresie surowców energetycznych.

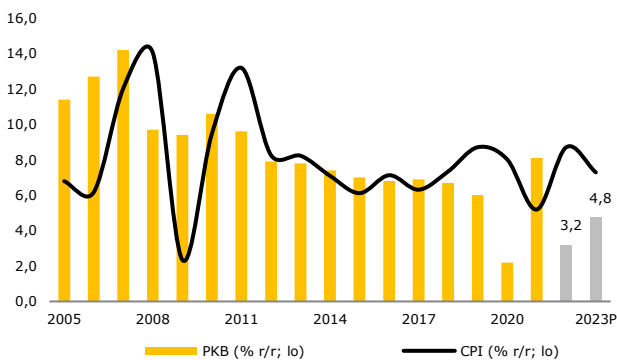
## Chiny – rozpoczęte budowy mieszkań (% , YTD r/r)



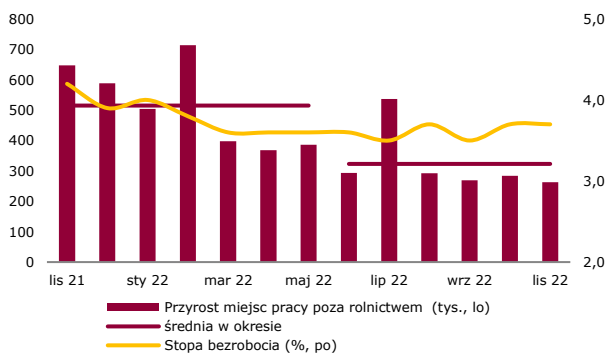
## Chiny – indeksy PMI (S&P Global)



## Chiny – PKB i inflacja CPI (prognozy – konsensus Bloomberg)



## USA – rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Chiny

Dynamika PKB Chin w '22 będzie dość słaba – wyniesie prawdopodobnie ok. 3%. Znacznie poniżej tendencji przedpandemicznych, dla których bardziej charakterystyczny był wzrost na poziomie ok. 6% rocznie. Poza tym Chiny w tym roku miały ambitny plan wzrostu PKB o 5,5%. Dlaczego nie został zrealizowany? Na pierwszym miejscu należy wymienić sytuację epidemiczną. Przyjęte sposoby walki z Covid-19 (daleko posunięte restrykcje) krepują potencjał konsumenta. Do tego dochodzi kryzys na rynku nieruchomości mieszkaniowych, który wraz z sektorami powiązanimi może odpowiadać nawet za ok. 30% PKB. I na końcu można dodać jeszcze problemy zewnętrzne: słabnący w szybkim tempie globalny popyt na dobra trwałe (zwłaszcza w drugiej połowie roku) oraz nasilenie napięć w relacjach z USA, co z kolei pogarsza perspektywy inwestycji zagranicznych, głównie w obszarze wysokich technologii.

W bieżących danych makro w zasadzie nie widać specjalnie perspektyw poprawy koniunktury. Silnik handlu zagranicznego słabnie, a popyt wewnętrzny jest wciąż rachityczny. Eksport wyrażony w USD w listopadzie spadł o 8,7% r/r, a import o 10,6% r/r. Listopadowy PMI usług zanurkował do 46,7, poziomu najniższego od maja br., a więc okresu pierwszych szeroko zakrojonych lockdownów w tym roku. PMI produkcji przemysłowej pozostawał w listopadzie czwarty miesiąc z rzędu poniżej poziomu 50, sygnalizując utrzymującą się dekoniunkturę w sektorze. Na rynku nieruchomości mieszkaniowych trwa krach. Ilość nowo rozpoczętych budów mieszkań w październiku była niższa o 38,5% YTD r/r. Dla porównania w '20 w październiku spadek wynosił zaledwie 3,3% YTD r/r. Tym niemniej przed końcem roku pojawiły się pewne symptomy, że władze Chin zamierzają zaadresować jeden z kluczowych problemów gospodarki – restrykcyjną politykę epidemiczną. W odpowiedzi m.in. na niepokoje społeczne rząd w Pekinie stopniowo luzuje obostrzenia, co powinno stanowić wsparcie dla popytu konsumpcyjnego. Ryzykiem jest niekontrolowane rozprzestrzenienie epidemii, gdyż trudno przewidzieć jak ta się rozwinie przy prawdopodobnie niskim odsetku naturalnej odporności i nieskuteczności lokalnych szczepionek.

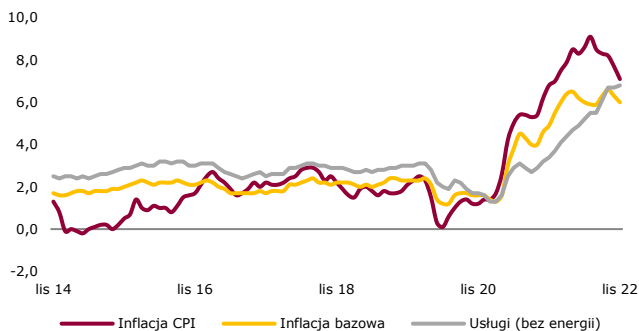
## USA

Obserwatorzy gospodarki amerykańskiej, ale także globalnej, żyją obecnie w rytm odczytów inflacji w USA. Te ostatnio zaskakują pozytywnie, tj. presje cenowe za oceanem ustępują nieco szybciej od oczekiwań. Tymczasem bieżące dane sugerują spokojne, stopniowe hamowanie koniunktury. Na pewno jednak nie jest ono na tyle klarowne, aby mogło zostać uznane za typowo dezinflacyjne środowisko. Rynek pracy jest wciąż dość mocny, płace w ujęciu nominalnym rosną solidnie, w usługach raczej trwa ożywienie. Nawet na rynku nieruchomości, po okresie szybkiego chłodzenia, obecnie obserwowana jest stabilizacja. Fed ma twardy orzech do zgrzyżenia. Wydaje się jednak, że z większą uwagą podchodzi do długoterminowych ryzyk inflacyjnych niż do krótkoterminowych pozytywnych zaskoczeń w tej kwestii.

Rynek pracy w USA hamuje, ale w bardzo umiarkowanym tempie. Stopa bezrobocia w listopadzie nie zmieniła się i wyniosła 3,7%. Jest więc blisko historycznych minimów. Przyrost nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w ub. miesiącu wyniósł 272 tys. i był tylko nieznacznie niższy niż października (282 tys.). Dynamika płac nominalnych w ujęciu r/r po miesiącu przerwy powróciła nad poziom 5%, a dokładnie wyniosła 5,1% r/r. Dynamika płac realnych wyniosła -1,9% r/r, znacznie mocniej -3,5% r/r obserwowane w czerwcu. Współczynnik aktywności



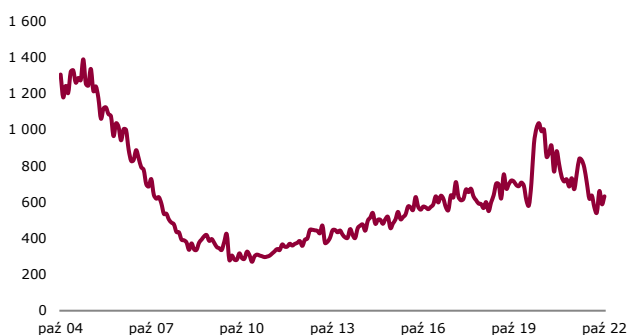
## USA – inflacja CPI (% r/r)



zawodowej stopniowo się obniżył od września. To nie jest obraz rynku pracy, który redukuje inflację.

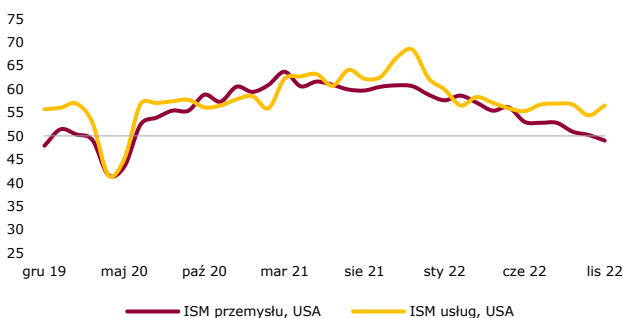
Tymczasem ta stopniowo schodzi na niższe poziomy. W listopadzie wskaźnik CPI pokazał wzrost o 7,1% r/r, o równie 2 p.p. niżej od czerwcowego szczytu. Inflacja bazowa, bez cen żywności i energii cofnęła się z 6,3% r/r do 6% r/r. W jednym i drugim przypadku *momentum* wyraźnie hamuje. Odczyty CPI mamy zatem jeszcze historycznie wysokie, ale obniżają się. Słabnie nawet *momentum* w obszarze gdzie postpandemiczny popyt wszedł najpóźniej do gry i pozostaje jeszcze względnie mocny – usług. Wskaźnik CPI m/m wyrównany sezonowo dla usług po wyłączeniu energii, dla miesięcy wrzesień, październik, listopad, wyniósł odpowiednio: 0,8%, 0,5%, 0,4%.

## USA – sprzedaż nowych domów (tys., annualizowane)



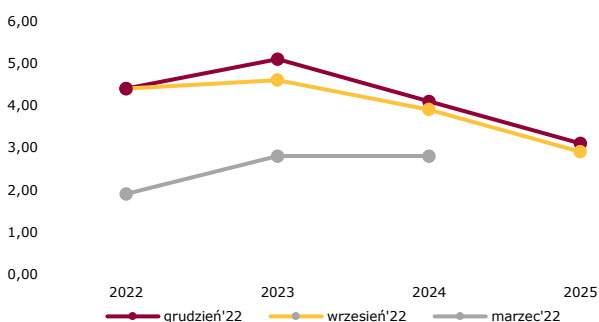
Na rynku nieruchomości sytuacja jest lekko zaskakująca. Pomimo rosnących kosztów kredytu, sprzedaż nowych domów od połowy roku stabilizuje się. Podczas gdy w okresie styczeń-czerwiec br. obniżyła się z ok. 830 tys. do ok. 570 tys. (dane annualizowane), to w kolejnych miesiącach odczyty wahały się wokół ok. 600 tys., w tym w październiku odnotowane zostało 632 tys.

## USA – indeksy PMI (ISM)



Obraz koniunktury wyłaniający się z miękkich wskaźników nie jest w pełni jednoznaczny. Raczej wszystko się zgadza w obszarze przemysłu. Indeksy PMI od ISM i S&P Global zmierzają w jednym kierunku – wskazują na chłodzenie ożywienia. Zgodne zresztą z obrazem osłabienia popytu w obszarze dóbr, czy też słabnącymi inwestycjami. W przypadku PMI usług mamy jednak spory rozdźwięk. Wskaźnik od ISM sugeruje kontynuowane klarowne ożywienie, od S&P Global głęboką dekoniunkturę. Bliżej prawdy jest raczej ten pierwszy. Gdyby tak nie było w 4Q'22 powinniśmy zobaczyć bardzo słaby odczyt PKB. A nowcast od Atlanta Fed jak dotąd sugeruje solidny wzrost, powyżej 3% k/k SAAR.

## USA – ewolucja projekcji FOMC, stopa procentowa Fed (% , środek przedziału, na koniec roku)



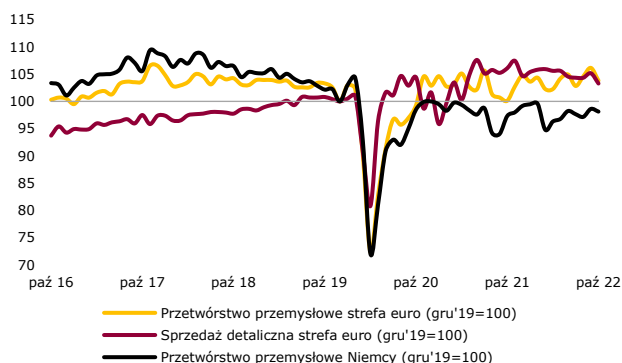
Nakreślony wyżej z grubsza obraz stanowi układankę nie do pozazdroszczenia w kontekście prowadzenia polityki monetarnej. Od dwóch-trzech miesięcy Fed obserwuje wciąż względnie silną gospodarkę i słabnące *momentum* inflacyjne. W klasycznym podejściu raczej sprzeczną układ. Trzeba jednak uwzględnić fakt, że z inflacji uchodzi właśnie w szybkim tempie powietrze zaburzeń pandemicznych. Rozdętego popytu na dobra trwałe i kłopotów w łańcuchach dostaw. Fed na pewno pilnie obserwuje jak wygląda ta kwestia. W grudniu w umiarkowanym stopniu dostosował politykę monetarną i przyhamował tempo podwyżek stóp procentowych z 75 p.b. do 50 p.b. Ale jednocześnie ma na uwadze, że obecnie obserwowane procesy dezinflacyjne mogą maskować pełen wymiar problemu inflacji. I dlatego komunikuje czujność w kontekście długoterminowym. Członkowie FOMC względem wrześniowych projekcji podnieśli swoje oczekiwania dot. docelowej stopy Fed z 4,6% do 5,1% na koniec '23 (środek przedziału).

## Europa

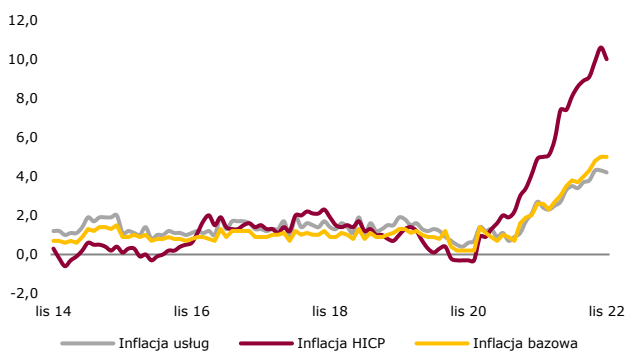
Szczyt aktualnego epizodu inflacji w USA został wyznaczony prawdopodobnie w czerwcu br. W strefie euro ten moment przypadł być może na październik – w listopadzie inflacja konsumencka obniżyła się po raz pierwszy od czerwca ub. roku, z 10,7% r/r do 10% r/r. Sprzyja temu pewna poprawa sytuacji na rynku energii – ceny prądu po wakacjach cofnęły się w ślad za taniejącym gazem. Spada ryzyko realizacji skrajnie negatywnych scenariuszy makroekonomicznych. PKB strefy euro w tym roku wzrośnie prawdopodobnie nieco powyżej 3%, ale z kwartału na kwartał dynamika obniża się wyraźnie – w 1Q'22 była na poziomie 5,5% r/r, a w 4Q'22

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

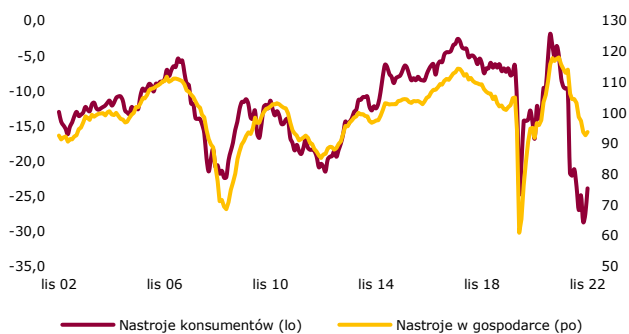
## Strefa euro – sprzedaż detaliczna, przetwórstwo przemysłowe (dane wyr. sez., ceny stałe)



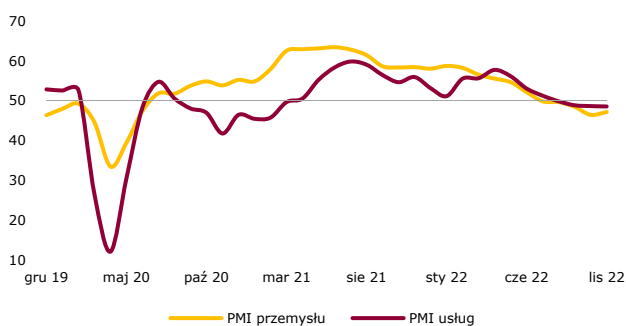
## Strefa euro – inflacja HICP



## Strefa euro – indeksy nastrojów (KE)



## Strefa euro – indeksy PMI Composite (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

będzie już bliżej 2% r/r i w przyszłym roku niewykluczona jest lekka recesja.

Dostępne twarde dane z gospodarki sugerują wyraźniejsze przyhamowanie sprzedaży detalicznej w całej strefie euro w październiku, napędzane w dużej mierze pogorszeniem koniunktury w handlu w Niemczech. Po wyrównaniu sezonowym poziom sprzedaży w październiku był najniższy od kwietnia '21, a więc końcowej fazy szeroko zakrojonych restrykcji epidemicznych. 4Q'22 rozpoczął się również słabo w przemyśle, przy spadku produkcji o ok. 2% m/m po wyrównaniu sezonowym.

Obserwacje tegorocznej sytuacji w europejskim przemyśle mają pewne pozytywne aspekty. Poziom produkcji w okresie styczeń–październik br. w UE był na poziomie wyższym niż średnia z okresu 2019–2021 o ok. 5%, a wyliczając fatalny 2020 rok z porównania, był wyższy o ok. 2%. Powyższe miało miejsce pomimo znacznego wzrostu presji kosztowych po stronie cen energii, a także wyraźnej redukcji konsumpcji gazu. Wg analiz Bruegel'a w okresie styczeń–listopad br. popyt na gaz w przemyśle UE spadł o ok. 15% poniżej średniej z lat 2019–2021 za podobny okres.

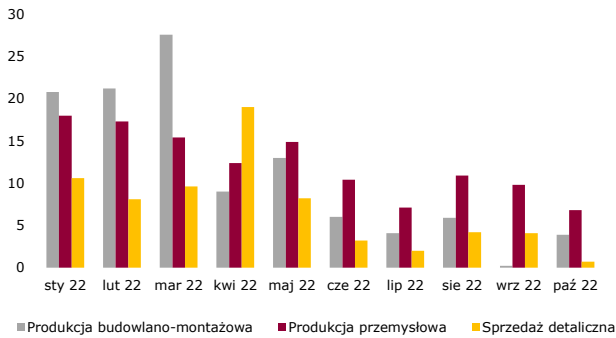
W swojej analizie Bruegel mówi także o istotnym dostosowaniu po stronie konsumpcji gazu przez gospodarstwa domowe, które w adekwatnym porównaniu zużywały w tym roku również ok. 15% mniej gazu naturalnego. Oczywiście elementem sprzyjającym były relatywnie wysokie temperatury jesiennych miesięcy. Grudniowe ochłodzenie zmieniło tu obraz na nieco mniej korzystny, ale w połowie miesiąca magazyny gazu naturalnego w UE są wciąż w większości wypełnione, w ok. 87%. Ww. aspekty pozwalają kreślić nieco bardziej pozytywne scenariusze dla przebiegu kryzysu energetycznego w UE.

Ten jest natomiast istotną składową inflacyjnego pejzażu w strefie euro, w którym zaczyna się coś zmieniać. Listopadowa inflacja HICP obniżyła się z 10,6% r/r w październiku do 10% r/r. To pierwsze cofnięcie wskaźnika od czerwca ub. roku. Generowane było w pełni niższymi cenami energii, których dynamika obniżyła się z 41,5% r/r do 34,9% r/r. Wskaźnik HICP po wyłączeniu energii wzrósł nieznacznie, z 6,9% r/r do 7% r/r. Bardziej spektakularne ruchy widać po stronie inflacji producentów. PPI w październiku obniżył się drugi miesiąc z rzędu, tym razem skokowo, bo z 41,9% r/r do 30,8% r/r. Spora część imponującego spadku to efekty bazy (październik ub. roku przyniósł znaczne przyspieszenie cen), ale w ujęciu m/m też zanotowany został wyraźny spadek, o 2,9%, w znacznej mierze generowany przez komponent energetyczny (-6,9% m/m).

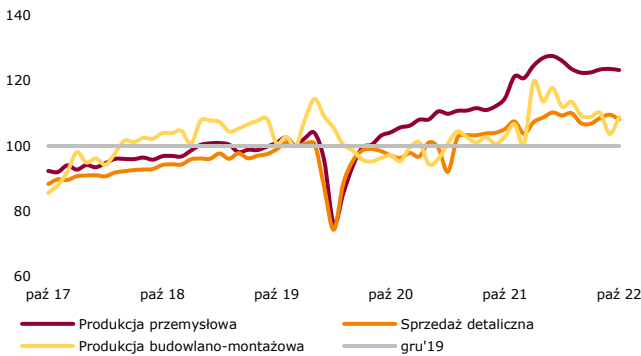
Wskaźniki koniunktury dla strefy euro raczej nie pozostawiają złudzeń. Trwa hamowanie gospodarki, a 4Q'22 raczej przyniesie spadek PKB w ujęciu k/k. Tym niemniej gdzieś widać mniejszy pesymizm, napędzany zapewne m.in. poprawą obrazu sytuacji w sektorze energetycznym, czy też widocznym luzowaniem w łańcuchach dostaw. Indeksy PMI dla strefy euro od kilku miesięcy pozostają poniżej poziomu 50, ale w listopadzie PMI usług stabilizował się w okolicy 48,5, a PMI przemysłu nawet odrobił lekko z 46,4 do 47,1. Niemiecki indeks Ifo w listopadzie odreagował spadki, napędzany poprawą zdołowanego wcześniej komponentu oczekiwań. Nieco lepiej, aczkolwiek wciąż historycznie słabo, wyglądają również nastroje konsumentów.

EBC przy rekordowo wysokiej w historii strefy euro inflacji oraz rekordowo niskiej stopie bezrobocia (w październiku

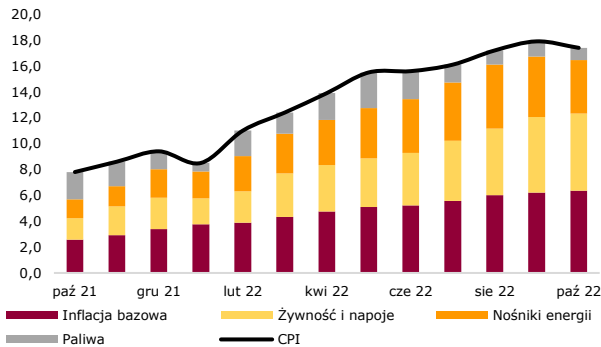
## Polska – główne miesięczne dane gospodarcze (% r/r, ceny stałe)



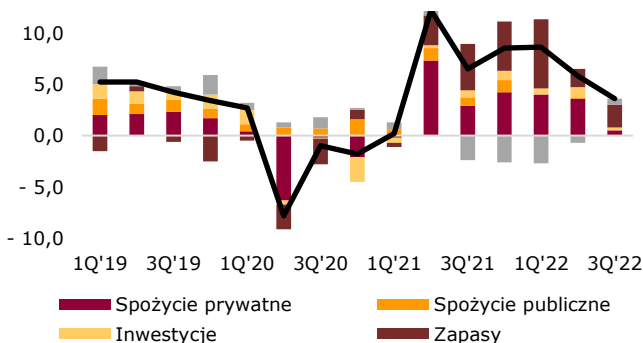
## Polska – główne miesięczne dane gospodarcze (2019=100, wyr. sez.)



## Polska – inflacja CPI (% r/r) i struktura (p.p.)



## Polska – dynamika PKB (% r/r) i struktura (p.p.)



źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych, Alior Bank S.A.

6,5%) pozostaje w trybie zacieśniania polityki monetarnej. Po dwóch z rzędu podwyżkach stóp procentowych o 75 p.b. grudzień przyniesie jednak prawdopodobnie nieco mniejszy ruch w górę – 50 p.b. Stopa depozytowa na koniec roku wyniesie 2%. Oczekiwania rynkowe co do docelowej stopy obniżyły się do ok. 2,85% (wrzesień'23) z ok. 3,2% obserwowanych momentami w październiku br.

## Polska

Polska gospodarka domyka fazę imponującego odbicia po fatalnym roku 2020, naznaczonym pandemicznym kryzysem. Dynamika PKB na przestrzeni lat '20, '21 i '22 wyniosła odpowiednio -2%, 6,8%, 5%. Oczywiście ta ostatnia liczba to nasz szacunek – faktyczne dane poznamy dopiero w lutym'23. Pomimo, iż tegoroczny wzrost był tak efektywny, to na przestrzeni kolejnych kwartałów systematycznie wyraźnie słabł. W 1Q'22 wyniósł 8,6% r/r, a w kolejnych odpowiednio topniał do 5,8% r/r, 3,6% r/r. W 4Q'22 spodziewamy się już 2,5% r/r, a w 1Q'23 -0,7% r/r. W tle mamy wciąż bardzo wysoką inflację (choć w listopadzie przyhamowała) i jeszcze mocny rynek pracy.

Na przestrzeni '22 podobnie jak w przypadku PKB wygląda trajektoria głównych danych miesięcznych. Produkcja przemysłowa w styczniu rosła o 18% r/r, w październiku o 6,8% r/r, a w listopadzie spodziewamy się zobaczyć dynamikę zaledwie 1,9% r/r. Odchodzi popyt, odchodzi gromadzenie zapasów przez firmy. Dla sprzedaży detalicznej adekwatne miary to: 10,6% r/r, 0,7% r/r i 0,7% r/r. Konsumenci w odbiciu popandemicznym nasycili się dobrami trwałymi, teraz zaciskają pasa wobec wysokich cen i drogiego kredytu. I jeszcze zestaw adekwatnych liczb dla produkcji budowlano-montażowej to: 20,8% r/r, 3,9% r/r i -1,3% r/r. Wysokie stopy procentowe redukują potencjał inwestycyjny gospodarstw domowych i firm, a inwestycje infrastrukturalne czekają na napływ środków unijnych.

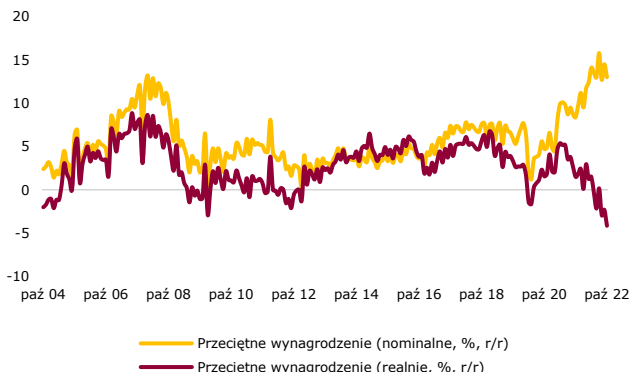
Listopad, podobnie jak w strefie euro i USA, przyniósł pozytywną niespodziankę inflacyjną w kraju. Realizowaną jednak głównie w obszarze energii. Inflacja CPI po raz pierwszy od lutego br., a wyłączając moment uruchomienia Tarczy Antynflacyjnej, po raz pierwszy od czerwca ub. roku, obniżyła się w ujęciu r/r. Z 17,9% r/r do 17,5% r/r. Po wyłączeniu cen energii i żywności inflacja rosła jeszcze, z 11% r/r do ok. 11,3% r/r.

Z końcem listopada GUS publikował wstępny szacunek PKB za 3Q'22. Dynamika r/r wyniosła 3,6% r/r i była zbliżona do naszych oczekiwań (3,5% r/r). W ujęciu odsezonowanym k/k odnotowany został wzrost o 1%. I na tym relatywnie dobre wiadomości się kończą. Struktura wzrostu była kiepska. Wyraźnie osłabły zarówno konsumpcja jak i inwestycje, które dołożyły do rocznej dynamiki zaledwie 0,8 p.p. Resztę dodała nadbudowa zapasów (2,2 p.p.) i eksport netto (0,6 p.p.). Koniunktura ewidentnie słabnie.

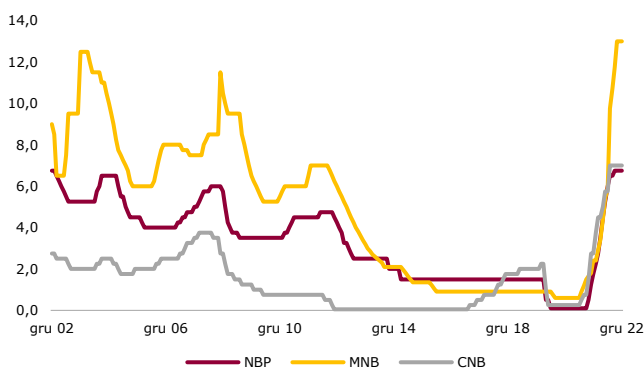
Wzrost PKB w '22 wg naszych najnowszych szacunków wyniesie ok. 5%, a więc powyżej poprzedniej prognozy 4,3%. Przyczyny dość wyraźnej poprawy są głównie dwie: rewizja wsteczna danych GUS o PKB (w górę) oraz wolniejsze od oczekiwań schodzenie z zapasów przez firmy. Pomimo mocnego wzrostu gospodarczego w całym '22 koniunktura jednak systematycznie słabła na przestrzeni roku i w przyszłym spodziewamy się dynamiki PKB na poziomie zaledwie ok. 0,6%, ze słabszą I połową '23.

Silny wzrost gospodarczy w '22 napędzany był w znacznym stopniu przez nadbudowę zapasów przez firmy. W '23, przy spodziewanym silnym osłabieniu popytu zewnętrznego i

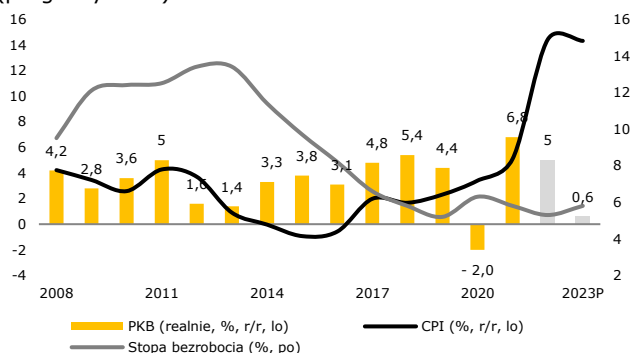
## Polska – wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw



## Stopy procentowe w regionie CEE (%). Polska, Węgry, Czechy



## Polska – PKB, inflacja CPI i stopa bezrobocia (prognozy DAM)



źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

wewnętrznego, ten element zadziała w przeciwną stronę i wyraźnie „odchudzi” dynamikę PKB.

Sytuacja gospodarstw domowych jest jeszcze niezła, ale wysoka inflacja coraz bardziej drenuje dochód rozporządzalny. Płace w od 2Q'22 rosły już wolniej niż inflacja i taki obraz naszym zdaniem utrzyma się w '23. Zbliża się także pogorszenie na rynku pracy. Przy szybko słabnącej koniunkturze gospodarczej wzrost stopy bezrobocia w '23 wydaje się nieuchronny. Firmy mają coraz mniejsze możliwości przetrzymywania wysokich kosztów (energia, praca, materiały) na odbiorcę końcowego, co będzie generowało poszukiwanie oszczędności, m.in. po stronie kosztów pracowniczych. Tendencje te będą jednak mitygowane m.in. przez sytuację demograficzną i obawy o podaż pracowników po okresie dekoniunktury. Dlatego też spodziewamy się stosunkowo niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego - z 5,3% w grudniu '22 do 5,8% w grudniu '23.

Trwający kryzys inflacyjny jest największy od przeszło dwóch dekad. Zaimplementowane przez RPP zaostrożenie polityki monetarnej (podwyżki stóp procentowych) w okresie październik'21 – wrzesień'22 było jednak bezprecedensowe w historii XXI w. i już widać jego efekty. Słabnie popyt na kredyt i pośrednio znacznie został schłodzony rynek nieruchomości mieszkaniowych. Po stronie inflacji skutki podwyżek stóp procentowych w największym stopniu ujawniają się właśnie w '23. Dezinflacji powinny sprzyjać również adekwatne procesy globalne. Po wzroście krajowej inflacji CPI do ok. 20% r/r w 1Q'23, w późniejszym okresie spodziewamy się jej stopniowego spadku. Inflacja średniorocznie w '23 pozostanie wysoka (powyżej 14%, podobnie jak w '22), ale spodziewamy się, że w ostatnim kwartale '23 osiągnie prawdopodobnie poziom jednocyfrowy (poniżej 10% r/r).

Zarysowująca się w USA i strefie euro szansa na łagodniejszą wersję kryzysu inflacyjnego sprzyja RPP. W tym kontekście jeśli nie dojdzie do dalszego znacznego wzrostu stóp procentowych Fed i EBC, stopy procentowe NBP utrzymają się na dotychczasowym poziomie. I taki jest nasz scenariusz bazowy – stopa NBP na poziomie 6,75% na przestrzeni całego 2023. Spodziewana spadkowa trajektoria inflacji od 2Q'23 powinna wspierać RPP w takim podejściu. Z drugiej strony znaczna negatywna stopa realna (skorygowana o inflację) raczej nie pozwoli na szybką normalizację polityki monetarnej (obniżenie stóp procentowych). Ten sam czynnik, abstrahując od wpływu sytuacji zewnętrznej, rodzi ryzyko długiego okresu powrotu inflacji do celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.). Prawdopodobnie odsuniętego poza horyzont projekcji NBP, tj. '25.

## Prognoza makroekonomiczna z dnia 07-12-22

	1q22	2q22	3q22	4q22P	1q23P	2q23P	2022P	2023P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	8,6	5,8	3,6	2,5	-0,7	-0,1	5,0	0,6
Inwestycje (realnie, %, r/r)	4,7	6,6	2,0	2,2	0,7	-1,9	3,5	0,4
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	6,7	6,4	0,9	0,9	0,2	-0,9	3,6	0,7
<b>Ceny i płace</b>								
Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r)	11,0	15,5	17,2	17,6	17,7	15,6	17,6	8,9
Inflacja CPI - średnio (% r/r)	9,6	13,9	16,3	17,6	19,4	16,3	14,4	14,3
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r)	9,7	11,8	14,6	14,2	13,6	13,5	12,6	12,5
<b>Rynek pracy</b>								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,8	5,2	5,1	5,3	5,5	5,6	5,3	5,8
Bezrobocie - średnio (%)	5,9	5,4	5,2	5,2	5,6	5,6	5,4	5,6
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	-0,6	-1,7	-1,8	0,4	-1,1
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	3,50	6,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,22	6,93	7,17	6,65	6,40	6,34	6,65	6,21

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	lis 21	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22
<b>Stopa referencyjna NBP (%)</b>	1,25	6,75	6,75	6,75	<b>6,75</b>
<i>konsensus Parkiet</i>					6,75
<b>Produkcja przemysłowa (% r/r, ceny stałe)</b>	14,8	9,8	6,8	<b>1,9</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,2	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe)</b>	12,8	0,2	3,9	<b>-1,3</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				-1,6	
<b>Sprzedż detaliczna (% r/r, ceny stałe)</b>	12,1	4,1	0,7	<b>0,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				0,3	
<b>Inflacja konsumencka (% r/r)</b>	7,8	17,2	17,9	<b>17,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				18,0	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% r/r)</b>	4,7	10,7	11,0	<b>11,3</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				11,3	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	5,8	5,1	5,1	<b>5,2</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,1	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>	0,7	2,3	2,4	<b>2,2</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,3	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r)</b>	9,8	14,5	13,0	<b>14,2</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				12,8	
<b>Eksport towarów (% r/r, EUR)</b>	13,7	25,5	<b>19,9</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			22,5		
<b>Import towarów (% r/r, EUR)</b>	31,2	28,9	<b>20,6</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			22,7		

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.



## ZASTRZYK OPTYMIZMU

Makrowizjer