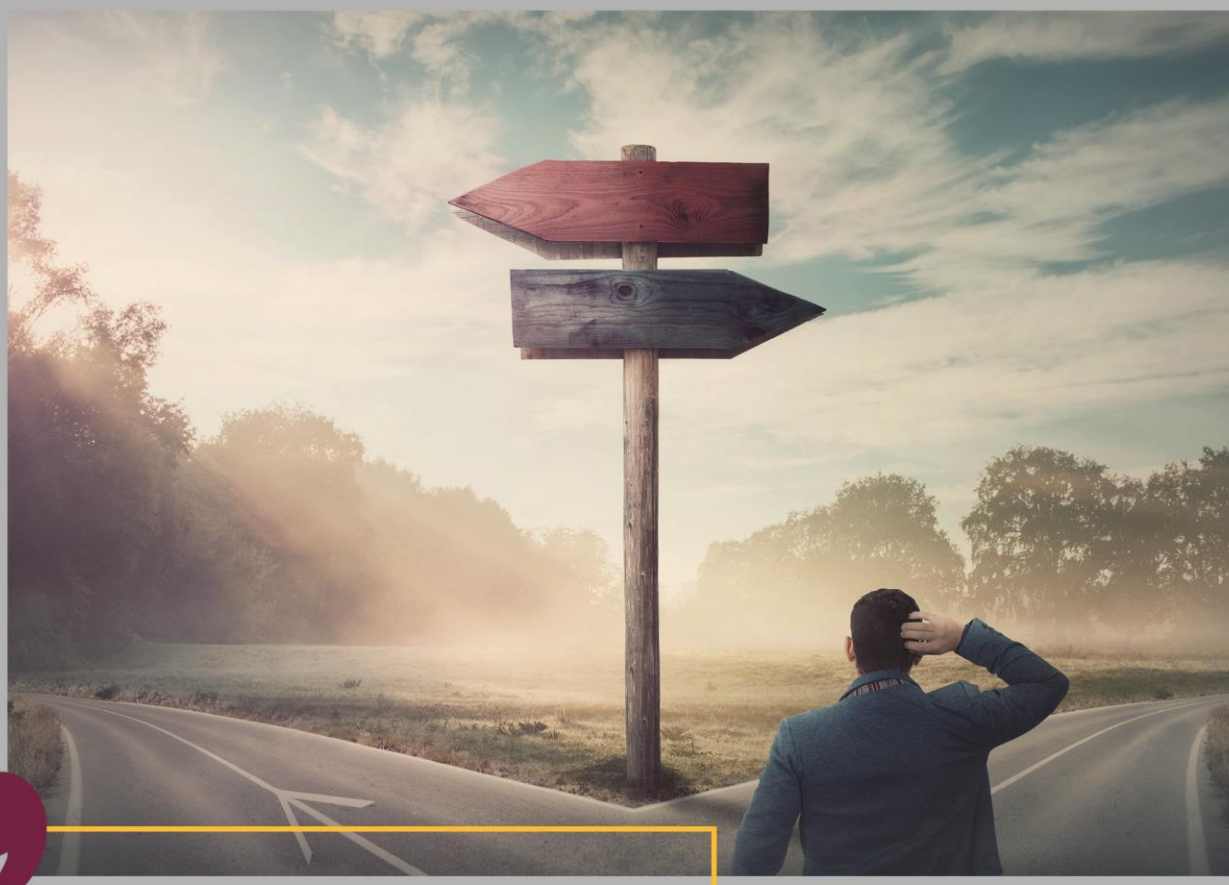
ALIOR BANK



RPP NA ROZDROŻU

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych

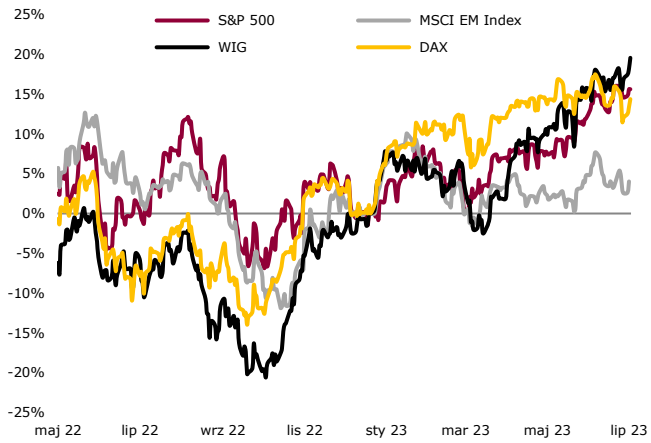
Lipiec 2023

Makrowizjer

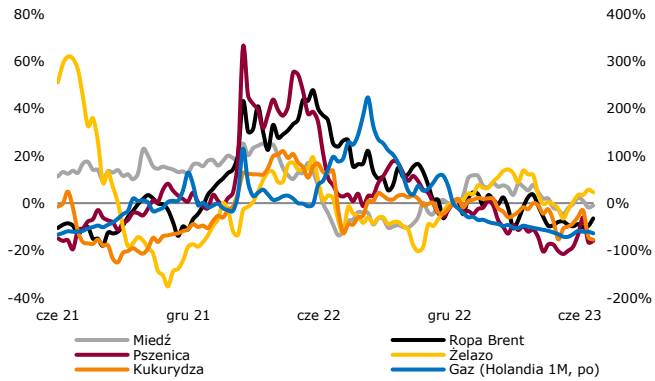
Dział Analiz Makroekonomicznych
lipiec 2023

- Spowolnienie w Chinach wspiera łagodzenie globalnej inflacji…
- … ale Fed i EBC pozostają nastawione jastrzębio…
- … a NBP już przymierza się do obniżek stóp procentowych

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

Ostatnie tygodnie charakteryzowały się zwiększonym apetytem na ryzyko w odniesieniu do rynków akcji. Szczególnie pozytywnie pod tym kątem wyróżniały się spółki amerykańskie, z dominującym wpływem tych z branż informatycznej i technologicznej. Środowisko rosnących stóp procentowych im nie służyło w '22, a dodatkowo były pod presją postpandemicznego otwarcia gospodarki i redukcji oczekiwań co do wpływów ze świadczonych „wirtualnych" usług. Ostatnio jednak obserwujemy wyraźne nasilenie nadziei związanych ze skokiem rozwojowym w obszarze sztucznej inteligencji. I to właśnie branża technologiczna jest w czołówce potencjalnych beneficjentów postępu w tej dziedzinie. To wystarczyło, aby podciągnąć SP500 na nowe tegoroczne maksima i z początkiem lipca indeks zyskuje już ok. 15% YTD. Jeszcze lepiej wygląda warszawski WIG. „Moda" na Polskę utrzymuje się wśród inwestorów w '23 – od początku roku umacnia się również złoty i obligacje. Indeks WIG zyskuje w ujęciu YTD blisko 20%. Nieco w tyle zostały akcje europejskie, co jest m.in. wynikiem stagnacji gospodarczej czy też np. obaw o utratę konkurencyjności firm ze Starego Kontynentu w globalnym sektorze motoryzacyjnym. Niemiecki DAX i paneuropejski MSCI Europe przeszły w fazę płaskiej korekty i w ujęciu YTD zyskują odpowiednio ok. 14% i 6%. Utrzymujące się obawy o jakość ożywienia w Chinach ograniczają potencjał rynków rozwijających się. MSCI EM w br. rośnie tylko nieznacznie.

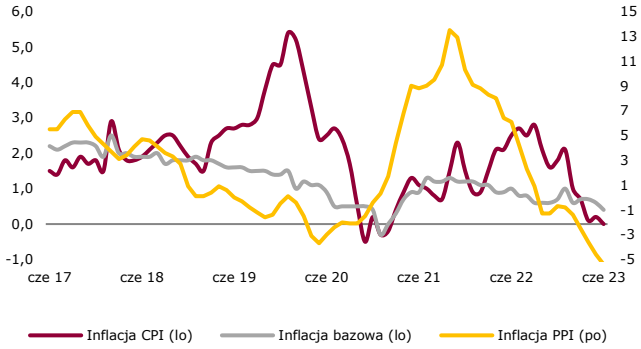
Surowce

W obszarze surowców nadal dominują tendencje łagodzące globalne presje inflacyjne, choć w czerwcu, po stronie węglowodorów zaznaczyły się sygnały stabilizacji/odbicia cen. Pozytywnie wyglądają za to wciąż bieżące kwotowania płodów rolnych. Szeroka konsolidacja ma miejsce również w przypadku notowań metali przemysłowych, co generalnie oddaje słabą kondycję globalnego, w tym również chińskiego, przemysłu.

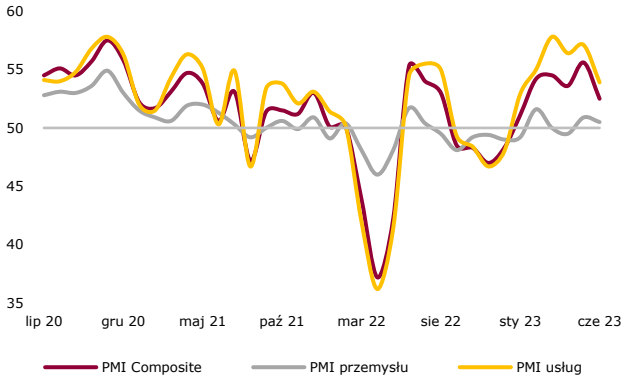
Ceny ropy pomimo słabnącej światowej gospodarki stabilizują się w ostatnim czasie, a nawet widać pewne symptomy prób odbicia wzrostowego. Zauważalne są skutki niedawnego cięcia podaży przez kraje OPEC+. Tym niemniej w porównaniu do cen z adekwatnego okresu ub. roku ropa z początkiem czerwca jest o ok. 30% tańsza. Gaz w Europie (benchmark holenderski) po okresie silnych zniżek i wyznaczenia minimum z początkiem czerwca (ok. 25 EUR/MWh), w ostatnich tygodniach wyraźnie odbił, do ok. 35 EUR. To ok. 2x drożej niż w okresie przedpandemicznym, ale też ok. 75% taniej r/r. Powyższe wartości dot. kontraktów z dostawą za 1 miesiąc. Te z dostawą za 1 rok od marca stabilizują się wokół 50 EUR, zaznaczając pewne obawy o sytuację podażową w dłuższym horyzoncie.

Indeks FAO w czerwcu kontynuował spadki i znalazł się na poziomie najniższym od kwietnia'21, czyli od ponad 2 lat. Wskaźnik, oddający koszyk płodów rolnych, jest niżej o ok. 21% r/r. Kontrakty spot na kluczowe zboża, tj. pszenicę i kukurydzę, są ok. 15% tańsze niż z końcem '22, a w ujęciu r/r ok. 25%.

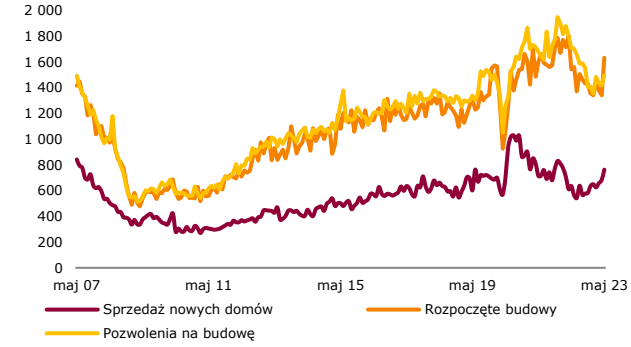
Chiny – inflacja CPI i PPI (%, r/r)



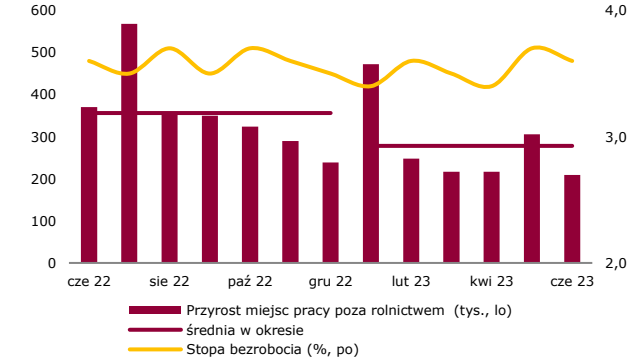
Chiny – indeksy PMI (S&P Global)



USA – rynek nieruchomości mieszkaniowych (tys., annualizowane)



USA – Rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Chiny

Ożywienie w Chinach rozczarowuje. Odbicie konsumpcji gospodarstw domowych jest wyraźne, ale tylko w porównaniu do ub. roku naznaczonego licznymi lockdownami. Tak przynajmniej sugerują dane o sprzedaży detalicznej z tego roku, w tym te za maj. W ujęciu YTD r/r dynamika jest efektowna – wynosi 9,3%. Ale jeśli odniesiemy wynik do ’19 to dostaniemy wzrost o „zaledwie” ok. 17%, a więc teoretycznie CAGR na poziomie ok. 4%. Tymczasem w ’19 sprzedaż detaliczna rosła o 8%, a w ’18 o 9%. Chiński konsument zdecydowanie nie wraca do formy po latach pandemii. Produkcja przemysłowa w maju rosła o 3,6% YTD r/r, inwestycje o 4% YTD r/r, a rozpoczęte budowy mieszkalne to -22,7% YTD r/r. Chiny mają też coraz bardziej zauważalne środowisko deflacyjne, z CPI na 0% r/r oraz PPI na -5,4% r/r w czerwcu. W kontekście zbijania inflacji w państwach rozwiniętych to akurat dobra wiadomość.

Chińska gospodarka w tym roku oczywiście rośnie- - jest szansa na tempo powyżej 5%. Ale w dużej mierze to efekt niskiej bazy, a więc słabego ’22. Jeśli w prosty sposób uśrednimy ubiegłoroczną dynamikę PKB (3%) i tegoroczną (konsensus prognoz to ok. 5,5%) to dostaniemy bardzo przeciętny wynik (oczywiście jak na Chiny), nieco powyżej 4%. W ’19 dynamika PKB wyniosła 6%, a średnia z lat ’20-’21, bądź co bądź obejmujących najostrzejszą fazę pandemii, przekracza 5%. Chiny pozostają pod presją wielowektorowych problemów, na które składa się osłabiony popyt zewnętrzny oraz słabość konsumenta potrubowanego okresem pandemii oraz słabością rynku nieruchomości. Do tego dochodzi ostrożność władz w stymulowaniu gospodarki. Ten ostatni element może się akurat w najbliższym czasie zmienić – tak sygnalizują chińskie media. Schłodzone perspektywy ożywienia potwierdzają wskaźniki PMI. W przypadku sektora usług PMI cofnął się z 57,1 do 53,9 i jest najniżej od stycznia br., a w przypadku PMI przemysłu spadł z 50,9 do 50,5.

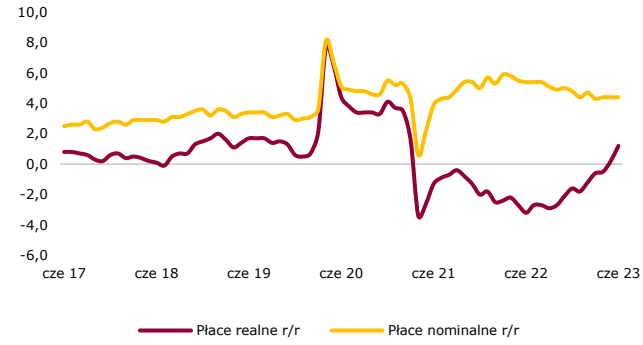
USA

Najciekawsze rzeczy w amerykańskiej gospodarce dzieją się obecnie prawdopodobnie na rynku nieruchomości, który pomimo najdroższego od lat kredytu daje coraz wyraźniejsze oznaki życia. Fed na posiedzeniu w czerwcu wstrzymał podwyżki stóp procentowych, ale m.in. powyższy aspekt w połączeniu z wciąż dość silnym rynkiem pracy traktuje jako zagrożenie dla perspektyw inflacji i planuje jeszcze podnieść stopy w tym roku.

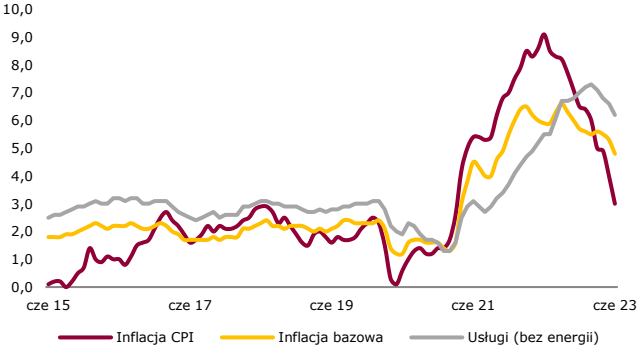
Ostatnie dane z rynku nieruchomości mieszkaniowych pokazują, że ten prawdopodobnie wychodzi z dołka wywołanego podwyżką stóp procentowych i rekordowymi cenami. W maju solidnie przyspieszyła sprzedaż nowych domów z 680 tys. do 763 tys. (dane annualizowane). W ujęciu r/r odnotowany został wzrost o 20%. Dość szybko zareagowała również strona podażowa – rozpoczęte budowy skoczyły z 1,34 mln do 1,63 mln w maju. Powoli rośnie też liczba pozwoleń na budowę. Nieco w tyle pozostaje rynek wtórny, ale tu też dołek koniunktury jest raczej już przekroczony.

Czerwcowy raport z rynku pracy negatywnie skorygował obraz tego wycinka gospodarki. Bieżące dane o nowych etatach były gorsze od oczekiwań (209 tys. vs konsensus 230 tys.). W dół, w sumie o 110 tys., zrewidowane zostały dane za kwiecień i maj. Stopa bezrobocia obniżyła się z 3,7% do 3,6%. Aktywność zawodowa nie zmienia się od kilku miesięcy, po okresie wcześniejszych wzrostów. Dynamika płac stabilizuje się na poziomie wyraźnie powyżej 4% r/r

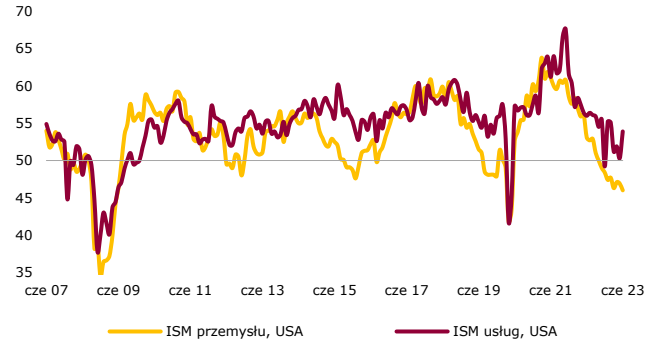
USA – Dynamika stawki godzinowej (%, r/r)



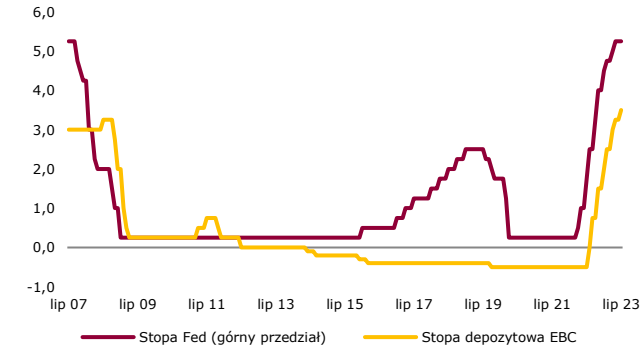
USA – inflacja CPI (%, r/r)



USA – indeksy PMI (ISM)



USA – Stopy procentowe w USA i strefie euro (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

(4,4%). Odczyt nie jest jednoznaczny. Regularne rewizje w dół wstecznych danych, które obserwujemy w tym roku to zjawisko charakterystyczne dla okresu spowolnienia/dekoniunktury. To może zmierzać w kierunku wyraźniejszego pogorszenia sytuacji, ale też proces chłodzenia rynku pracy jest bardzo powolny i rozwlekły. Stopa bezrobocia utrzymuje się blisko minimów, a presja płacowa stabilizuje się na podwyższonym poziomie (ponad 2 p.p. powyżej celu inflacyjnego) mocno niepokojącym Fed.

W czerwcu inflacja CPI w USA obniżyła się z 4% r/r do 3% r/r. Wskaźnik od szczytu w czerwcu'22 (9,1% r/r) jest ok. trzykrotnie niższy. To imponujący obraz, który jednak nie satysfakcjonuje w pełni członków Fed. Z końcem pierwszej połowy br. skończy się „bonus" sprzyjających efektów bazy. W lipcu dość prawdopodobny jest już wzrost rocznej dynamiki CPI. Annualizowany poziom CPI i CPI bazowej wyznaczany z odsezonowanych danych m/m za czerwiec uplasował się w okolicy 2,5%. To już dość blisko celu Fed, a szczególnie obiecujący jest czerwcowy sygnał hamowania inflacji bazowej.

Jakie są perspektywy koniunktury? Niewykluczone, że sama dynamika PKB za 2Q'23 okaże się nieco mocniejsza niż za 1Q'23. Ale z drugiej strony struktura będzie zdecydowanie mniej inflacjogenna, z wyraźnym osłabieniem konsumpcji prywatnej. Wskaźniki PMI za czerwiec niezmiennie malują obraz słabego sektora przemysłowego oraz kontynuacji ożywienia w usługach. Co najważniejsze w tym drugim obszarze, wg badania ISM, obserwowane jest obniżanie presji cenowych. W przemyśle w zasadzie powoli można mówić o deflacji.

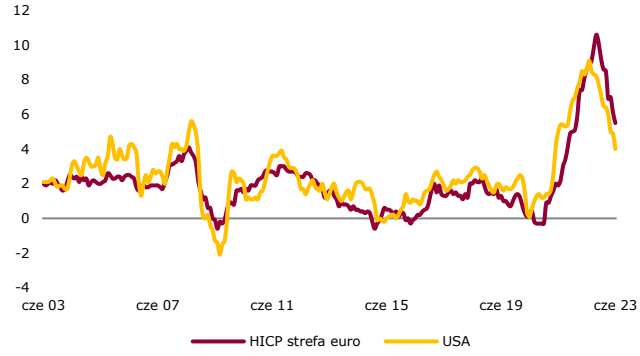
Czerwcowe posiedzenie FOMC przyniosło wstrzymanie podwyżek stóp procentowych, ale retoryka pozostała jastrzębia i regularnie padają zapowiedzi wznowienia cyklu w tym roku. Większość członków FOMC widzi potencjał do dalszych podwyżek stóp procentowych w '23. Wrażenie na nich robi przede wszystkim napięta sytuacja na rynku pracy, której towarzyszy zaskakująco wolne chłodzenie koniunktury. Wg członków Fed pełne skutki zacieśniania polityki monetarnej są dość niejasne i mogą się jeszcze ujawnić, ale nie muszą. Wydaje się, że przy tak dużej niepewności Fed sporą wagę przykłada po prostu do bieżących danych inflacyjnych, a te mają obecnie *momentum* sugerujące możliwość kształtowania CPI w okolicy 3%. To w połączeniu z ciasnym rynkiem pracy rodzi obawy o zrealizowanie celu inflacyjnego Fed (2%). Niewykluczona jest zatem kalibracja docelowej stopy procentowej, która być może ukształtuje się jeszcze 25 p.b. wyżej niż obecnie.

Europa

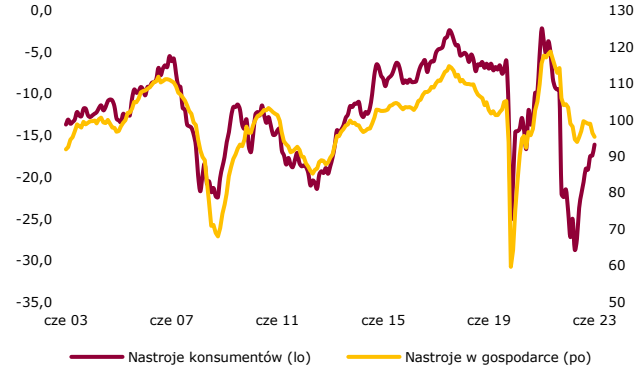
Koniunktura w strefie euro w czerwcu pogorszyła się, przy hamującym ożywieniu w sektorze usług i słabnącym przemyśle. Wiele wskazuje na to, że strefa euro ma za sobą trzeci z rzędu kwartał stagnacji PKB. Pozytywnym aspektem sytuacji jest obniżanie presji inflacyjnej. W odwrotną stronę oddziałuje jednak napięty rynek pracy, przy rekordowo niskiej stopie bezrobocia. Dlatego też EBC utrzymuje jastrzębie nastawienie. Choć w wypowiedziach poszczególnych decydentów zaznaczają się pewne wątpliwości czy poziom stóp nie jest już blisko optymalnego.

W strefie euro wciąż jesteśmy w okresie, w którym realizowane są pewne zaległości z okresu pandemii wspierające bieżącą koniunkturę. Mowa tu przede wszystkim o ożywieniu w usługach, w tym w turystyce, oraz o przemyśle motoryzacyjnym, który korzysta z odblokowania łańcuchów dostaw i odłożonego popytu. Z drugiej strony dostępne dane

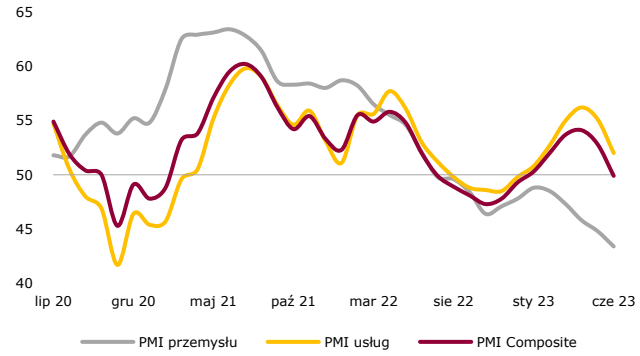
Inflacja konsumencka – strefa euro vs USA



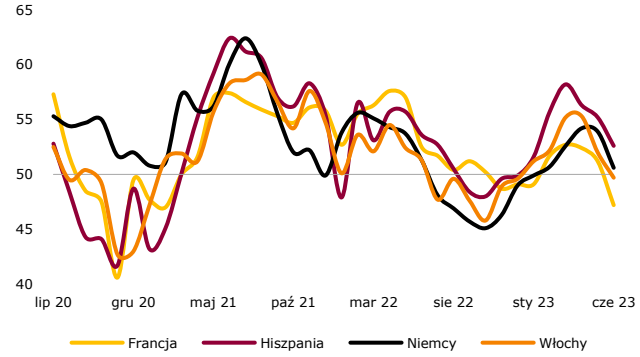
Strefa euro – indeksy koniunktury wg KE



Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

o nowych zamówieniach oraz badania przedsiębiorstw sugerują, że perspektywy popytu słabną.

Hamujące ożywienie, ale przede wszystkim skokowa poprawa po stronie cen energii i postępujące chłodzenie cen żywności sprzyjają obniżaniu się inflacji konsumenckiej. Wskaźnik HICP jak dotąd podąża zbliżoną ścieżką do tej, którą znamy z USA dla CPI. Tylko przesuniętą o kilka miesięcy w czasie. Po wyznaczeniu maksimum w październiku'22 (10,2% r/r) rok później (z początkiem jesieni) powinniśmy zobaczyć odczyty ok. 3 razy niższe. Póki co w czerwcu HICP obniżył się z 6,1% r/r do 5,5% r/r, przy inflacji bazowej rosnącej z 5,3% r/r do 5,4% r/r. Wzrost inflacji bazowej nastąpił jednak głównie na skutek efektów bazy – w ub. roku odczyt został zaniżony m.in. przez ulgi w transporcie w Niemczech. *Momentum* inflacji bazowej oraz inflacji usług było całkiem obiecujące w czerwcu. Wyrównane sezonowo odczyty m/m zbliżyły się do poziomów przedpandemicznych.

Twarde dane ze sfery realnej wskazują na utrzymujący się marazm po stronie konsumenta. Sprzedaż detaliczna w maju, drugi miesiąc z rzędu nie zmieniła się w ujęciu m/m, co w porównaniu z adekwatnym miesiącem ub. roku daje spadek o 2,9% w cenach stałych. W badania konsumentów widać, że najmocniejsze odbicie po załamaniu w okresie jesienno-zimowym już się prawdopodobnie dokonało. Obecne poziomy wciąż jednak pozostają głęboko pod tymi z okresów niezłej koniunktury. Pozytywnym aspektem są spadające oczekiwania inflacyjne.

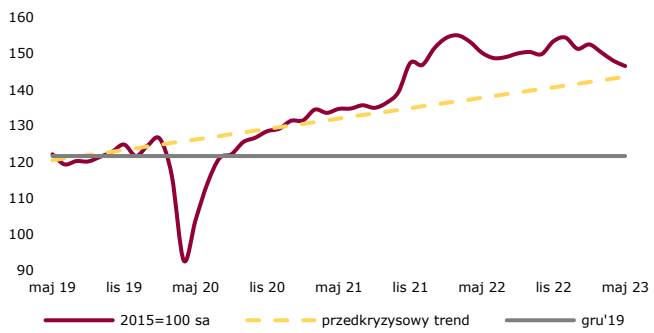
Motyw rozluźniającej się presji inflacyjnej jest również przewodni dla badań biznesu. Subindeks kosztów firm w ramach wskaźnika PMI w czerwcu był najniżej od 2,5 lat i znalazł się pod długoterminową średnią, z kluczowym wpływem sektora przemysłowego. Tu warto odnotować ciekawostkę – w maju inflacja PPI była ujemna (w ujęciu r/r) po raz pierwszy od wielu lat. Co do samej koniunktury – ta powoli słabnie. W ujęciu geograficznym koniunktura wg PMI wciąż wygląda najlepiej w Hiszpanii (trwa ożywienie), a najgorzej we Francji. PMI Composite dla całej strefy euro w czerwcu spadł z 52,8 do 49,9 i tym samym znalazł się pod poziomem 50 pierwszy raz od grudnia ub. roku, kiedy dominował jeszcze strach przed konsekwencjami kryzysu energetycznego.

W czerwcu EBC podniósł stopy o 25 p.b. i utrzymał jastrzębią retorykę, dając do zrozumienia, że bazowy scenariusz to jeszcze prawdopodobnie dwie podwyżki po 25 p.b. EBC zatem mierzy w stopę depozytową ok. 4%. To byłby poziom najwyższy w historii. W połączeniu z najnowszymi prognozami inflacji HICP od EBC (nieco powyżej celu w horyzoncie 2025) dostajemy obraz skali determinacji banku w zwalczaniu inflacji. Jednocześnie, patrząc w szybko gasnącą presję inflacyjną, wydaje się, że EBC może działać nieco na wyrost.

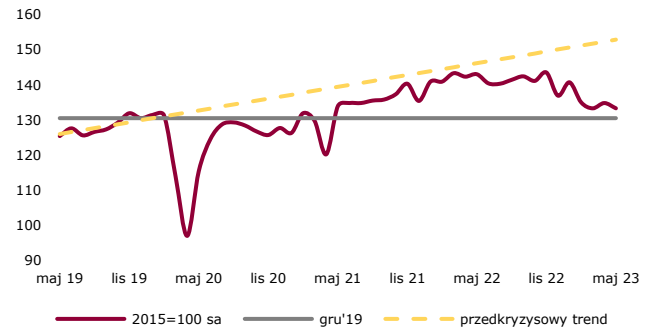
Polska

Kilka miesięcy szybkiego obniżania się inflacji w Polsce nasiliło dyskusję o perspektywach obniżek stóp procentowych. Głównym argumentem za przyspieszeniem tego procesu jest przede wszystkim wyraźne schłodzenie krajowej koniunktury gospodarczej, w tym głównie konsumpcji gospodarstw domowych. Natomiast ostrożność w ekstrapolacji bieżących tendencji inflacyjnych każe zachować wciąż mocny rynek pracy i wysoka dynamika płac. Prezes NBP na konferencji po lipcowym posiedzeniu RPP dał do zrozumienia, że skłania się do scenariusza szybszego luzowania polityki monetarnej. Jego początek może nastąpić już po wakacjach (wrzesień).

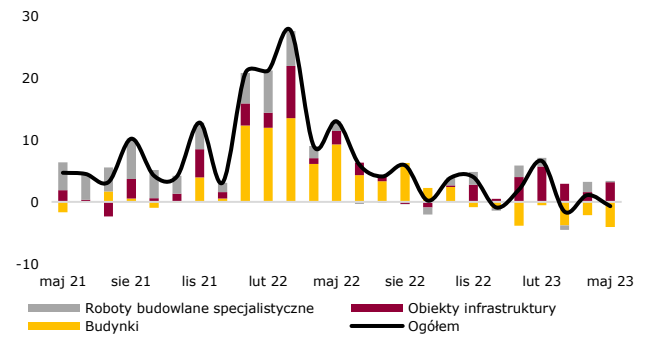
Polska – produkcja przemysłowa (2015=100, ceny stałe)



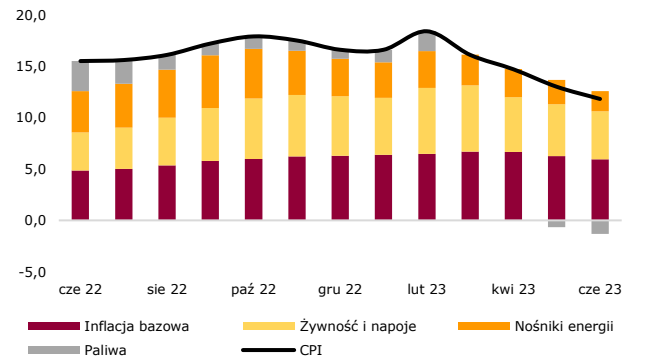
Polska – sprzedaż detaliczna (2015=100, ceny stałe)



Polska – produkcja budowlano-montażowa (ceny stałe, %, r/r) **i jego kompozycja** (p.p.)



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



źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dane za maj potwierdziły, że w 2Q'23 obserwowane były wciąż negatywne tendencje w krajowej gospodarce. Produkcja przemysłowa nadal notuje głębokie spadki (-3,2% r/r) w porównaniu do analogicznego okresu ub. roku. W ujęciu m/m po wyrównaniu sezonowym sprzedaż w krajowym przemyśle obniżyła się o 1%. To był trzeci z rzędu, a czwarty w tym roku miesiąc ze spadkiem o tak dużej skali. W rezultacie poziom produkcji przemysłowej, po boomie z 2021 i 2022, w zasadzie wrócił w okolice przedpandemicznego trendu. We wskaźnikach koniunktury dla sektora, w tym PMI, a także wobec sygnałów słabnącej koniunktury w przemyśle europejskim, na razie nie widać pozytywnych sygnałów dot. najbliższej przyszłości. My spodziewamy się jednak umiarkowanego ożywienia w drugiej połowie roku napędzanego oczekiwanym stopniowym odbiciem krajowej konsumpcji.

Ta w 2Q'23 pozostawała jednak jeszcze pod presją. Przynajmniej w obszarze sprzedaży detalicznej, która w maju obniżyła się o 6,8% r/r, a w całym 2Q'23 spodziewamy się ok. -6% r/r wobec -3,5% r/r w 1Q'23. Podobnie jak w pierwszym kwartale lepiej zapewne wygląda część usługowa, niestety nieobserwowalna w bieżących danych. Tak czy inaczej słabnąca presja inflacyjna powinna naszym zdaniem w drugiej połowie pobudzić nieco decyzje zakupowe konsumentów.

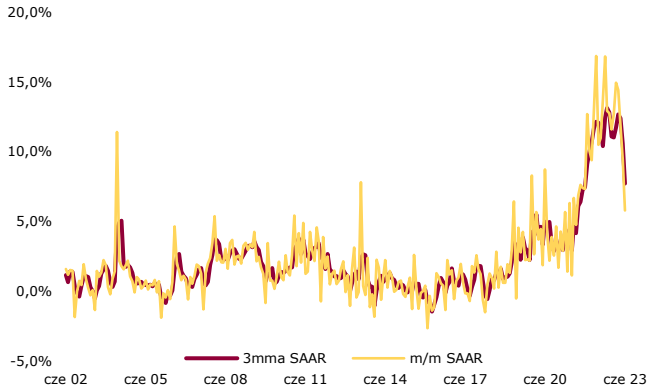
Produkcja budowlano-montażowa, osłabiona komponentem wznoszenia budynków, w tym sektorem mieszkaniowym, również nie imponuje, choć radzi sobie relatywnie nieźle. W maju odnotowano spadek o 0,7% r/r, a w całym 2Q'23 spodziewamy się skromnego wzrostu o ok. 0,5% r/r wobec 3,5% r/r w 1Q'23.

Sytuacja na rynku pracy podlega pewnemu schłodzeniu, ale to proces niemal niezauważalny i nieprzystający do hamowania szerokiej koniunktury. Stopa bezrobocia rejestrowanego wg wstępnych szacunków MRiPS w czerwcu obniżyła się do 5% z 5,1% w maju i jest o 0,2 p.p. niżej w relacji do czerwca'22. Płace w sektorze przedsiębiorstw osiągnęły w maju dynamikę 12,2% r/r. Naszym zdaniem zauważalne było pewne schłodzenie *momentum* płac, aczkolwiek mocna nieregularność w ostatnim czasie w tym obszarze (m.in. anormalne premie w wybranych sektorach, dodatki i premie inflacyjne w innych) osłabia wnioskowanie na podstawie jednego punktu w szeregu. Dynamika zatrudnienia po słabszych pierwszych miesiącach roku, ostatnio wróciła do wzorców przedpandemicznych.

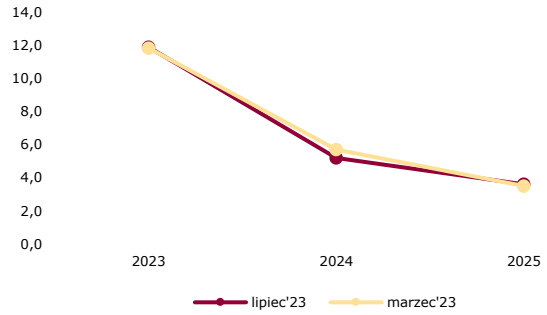
Odczyt inflacji konsumenckiej za czerwiec był bodaj najbardziej obiecujący w tym roku. CPI obniżyła się z 13% r/r do 11,5% r/r. Drugi miesiąc z rzędu w ujęciu m/m ceny nie zmieniły się (0% m/m w maju i czerwcu). Obniżanie presji inflacyjnej wynikało głównie z komponentu energii, ale coraz śmielej dołącza również żywność. I, co w zasadzie najważniejsze, zarysowuje się wreszcie impuls dezinflacyjny po stronie inflacji bazowej. Ta cofnęła się z 11,5% r/r do ok. 11,1% r/r (nasze szacunki). Solidniej spadło wreszcie *momentum*. Szacujemy, że po wyrównaniu sezonowym inflacja bazowa w ujęciu m/m rosła o ok. 0,4%, wobec 0,7% w maju i średnio 1% w okresie styczeń-kwiecień. 0,4% to jeszcze zdecydowanie za wysoki poziom, który po zannualizowaniu daje inflację bazową na poziomie ok. 6% r/r. Ale też hamowanie impetu w tym obszarze nabrało wreszcie rumieńców. Wejście CPI w jednocyfrową dynamikę r/r to kwestia najbliższych miesięcy (najwcześniej sierpień, najpóźniej październik).

A jednocyfrowa CPI jest jednym z dwóch warunków, jaki przebija się z wypowiedzi członków RPP, koniecznych do

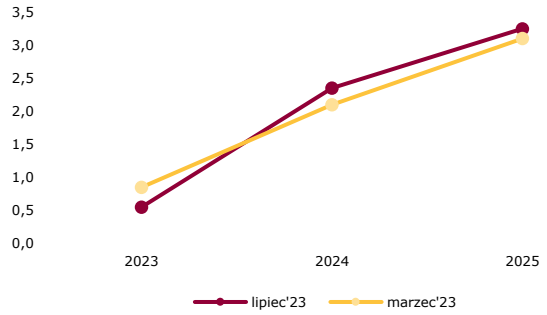
Polska – *momentum* inflacji bazowej bez cen żywności i energii



Polska – inflacja CPI (%) **wg NBP.** Centralna ścieżka, prognoza lipcowa vs marcowa



Polska – dynamika PKB (%) **wg NBP.** Centralna ścieżka, prognoza lipcowa vs marcowa



źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

rozważania obniżek stóp procentowych. Drugi jest naszym zdaniem mniej jednoznaczny – to perspektywa dalszego szybkiego spadku inflacji. Tym niemniej lipcowe posiedzenie gremium pokazało, że ostatnie dane gospodarcze wzmocniły przekonanie członków RPP, w tym przede wszystkim prezesa NBP, że prawdopodobieństwo realizacji tego drugiego warunku znacznie wzrosło.

Przy okazji lipcowego posiedzenia RPP zapoznała się z najnowszymi projekcjami gospodarczymi NBP, które już zresztą zostały opublikowane. Względem projekcji marcowej ścieżka CPI przesunęła się nieznacznie w dół w ’24, ale w ’25 lekko poszła w górę, a prognoza dynamiki PKB została zrewidowana nieco w dół na '23 i w górę na kolejne lata. Generalnie na takim poziomie ogólności zmiany były niewielkie. Ale w szczegółach projekcji pojawiły się już pewne ciekawostki. Na pierwszy plan naszym zdaniem wysuwa się potężna rewizja (w dół) oczekiwań co do konsumpcji prywatnej. W marcu NBP spodziewał się jej wzrostu o 0,9% w ’23, podczas gdy aktualna prognoza to spadek o 1,8%. Natomiast w kolejnych latach ma nadejść całkiem silne odbicie, w ’24 o 3% (w marcowej projekcji 1,6%), a w ’24 o 4,4% (2,3% poprzednio). Oczekiwana duża słabość konsumpcji w perspektywie tego roku to może być element, który ściąga ryzyka dla tegorocznej inflacji w dół w oczach RPP. W odwrotną stronę poszły prognozy inwestycji, których dynamika została zrewidowana w górę z 0% do 2,8% w ’23, z 1,2% do 2,1% w ’24 oraz z 6% do 6,7% w ’25. W strukturze inflacji warto zwrócić na podbicie ścieżki inflacji bazowej o 0,2 p.p. w ’23, o 0,1 p.p. w ’24 oraz o 0,3 p.p. w ’25. W ostatnim roku projekcji inflacja bazowa ma wynieść średnio 4% i 3,4% w samym 4Q’25.

Zarówno kreślony przez NBP przebieg konsumpcji (słabo w ’23 a potem silne odbicie) jak i inflacji bazowej (w zasadzie poza celem inflacyjnym w całym horyzoncie) to naszym zdaniem elementy, które, pozwalają na umiarkowany optymizm co do krótkoterminowego hamowania inflacji, ale też akcentują, mocniej niż w marcu, ryzyka dla inflacji w dalszej perspektywie. Tak czy inaczej retoryka prezesa NBP na piątkowej konferencji sugeruje dość wyraźnie, że w RPP może formować się większość z bardziej optymistyczną oceną perspektyw inflacji, a więc przykładającej większą wagę do bieżących tendencji. A. Glapiński jednoznacznie zasugerował umocnienie takiego nastawienia. Jednocześnie dał do zrozumienia, że ewentualne luzowanie polityki monetarnej nie będzie gwałtowne. Obniżki stóp mogą ruszyć już na najbliższym posiedzeniu decyzyjnym (wrzesień), ale raczej nie będą przekraczać standardowego minimalnego kroku (25 p.b.). Wobec wciąż wysokiej inflacji wg nas jest też wątpliwe, aby miały być realizowane na każdym posiedzeniu. RPP raczej będzie dawała sobie sporo czasu i przestrzeni do analizy bieżących danych.

Makrowizjer

Dział Analiz Makroekonomicznych
lipiec 2023

Prognoza makroekonomiczna z dnia 02-06-23

	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

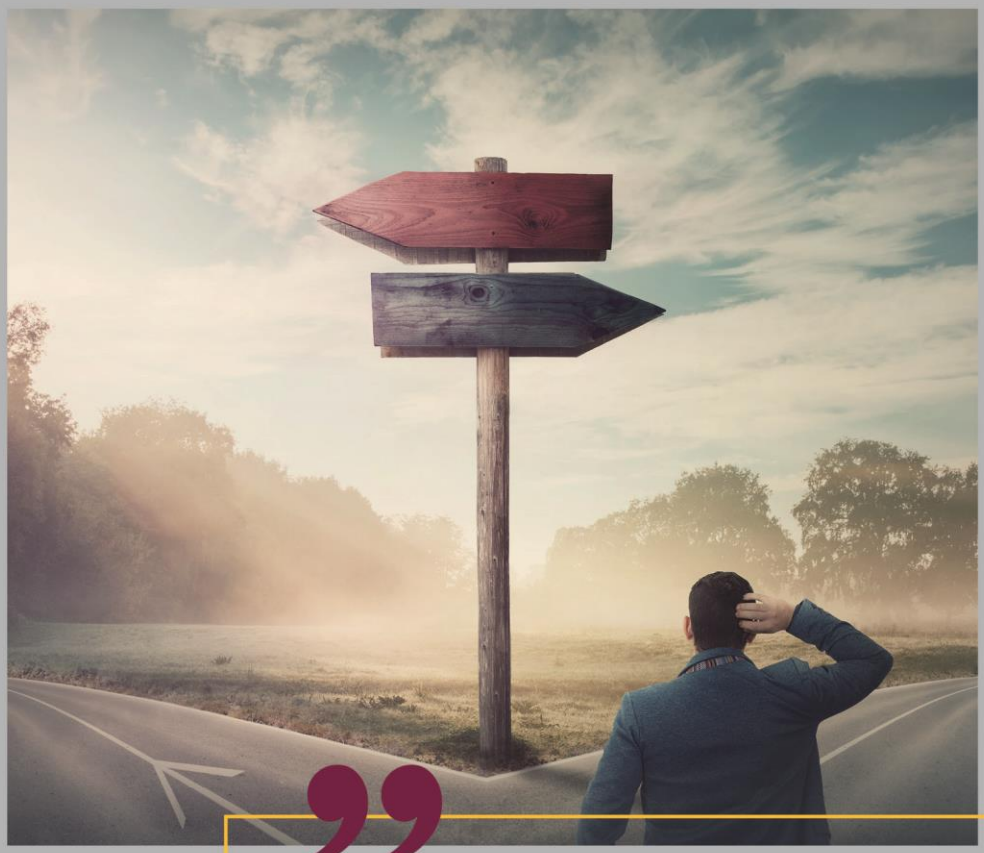
Prognozy wybranych danych miesięcznych

	cze 22	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23
Stopa referencyjna NBP (%)	6,00	6,75	6,75	6,75	**6,75**
konsensus Parkiet					*6,75*
Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)	10,4	-6,0	-3,2	**-2,8**	
konsensus Parkiet				*-1,6*	
Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)	6,0	1,1	-0,7	**1,2**	
konsensus Parkiet				*1,8*	
Sprzedaż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)	3,2	-7,3	-6,8	**-4,4**	
konsensus Parkiet				*-5,0*	
Inflacja konsumencka (%, r/r)	15,5	14,7	13,0	**11,6**	
konsensus Parkiet				*11,6*	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(%, r/r)	9,1	12,2	11,5	**11,1**	
konsensus Parkiet				*11,3*	
Stopa bezrobocia (%)	5,2	5,2	5,1	**5,0**	
konsensus Parkiet				*5,0*	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	2,2	0,4	0,4	**0,4**	
konsensus Parkiet				*0,4*	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	13,0	12,1	12,2	**11,9**	
konsensus Parkiet				*12,1*	
Eksport towarów (%, r/r, EUR)	22,4	2,4	**3,5**		
konsensus Parkiet			*2,3*		
Import towarów (%, r/r, EUR)	28,1	-8,8	**-3,8**		
konsensus Parkiet			*-5,6*		

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



RPP NA ROZDROŻU

Makrowizjer