

”

## CHWILOWO W CELU

Makrowizjer



Chiny rozkręcają stymulację gospodarki

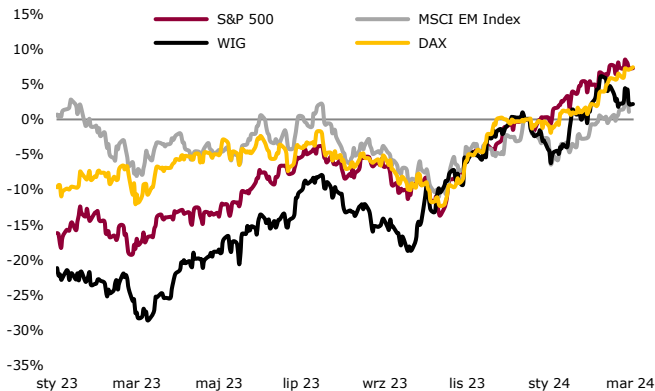


Negatywne zaskoczenia inflacyjne w krajach rozwiniętych

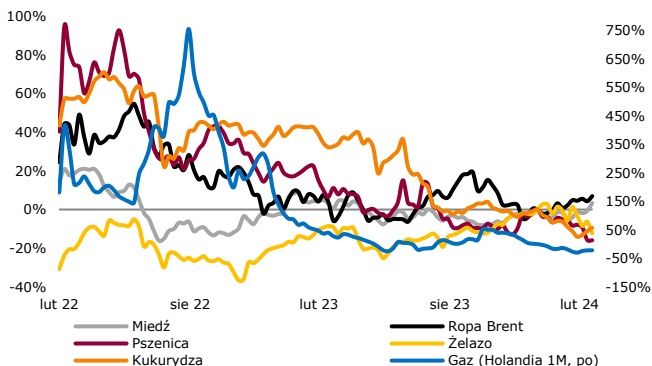


Inflacja w Polsce osiągnie cel NBP... ale przejściowo

## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



## Zmiana notowań bieżących kontraktów względem końca '23



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Dział Analiz Makroekonomicznych

### Agata Filipowicz-Rybicka

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

### Paweł Bojar

Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
pawel.bojar@alior.pl

### Marta Skrzypczyńska

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

### Jakub Szczepaniec

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

## Rynki akcji i długu

Początek roku na giełdach akcji jest niezwykle udany, szczególnie dla rynków wysoko rozwiniętych. Pozytywnie wyróżniają się duże spółki z parkietów amerykańskich i europejskich. SP500 od początku roku zyskuje już ok 7% i utrzymuje miarowy trend wzrostowy. Jeszcze lepiej wygląda Eurostoxx (powyżej 10% YTD), a równie dobrze niemiecki DAX. Inwestorzy rozgrywają pozytywne scenariusze, w których nie ma miejsca na większe perturbacje w gospodarce, a co za tym idzie w przedsiębiorstwach, przynajmniej tych większych. Obserwowane w ostatnim czasie przesunięcie w górę oczekiwanej ścieżki stóp Fed i EBC zostało wykorzystane do poprawienia notowań sektora bankowego. Nie widać większych obaw, że bardziej restrykcyjna polityka monetarna doprowadzi do nadmiernego schłodzenia gospodarek. Pewne zawahanie było obserwowane na rynkach rozwijających się i wschodzących, ale po korekcyjnym styczniu, kolejne tygodnie tu też przebiegają w rytm zwyżek. Polski WIG od początku roku zyskuje ok. 2%. Jest wydatnie wspierany przez WIG-Banki (przeszło 15% YTD!), który korzysta z bardziej jastrzębiego nastawienia RPP. W tyle pozostaje MSCI EM zyskujący nieco powyżej 2% YTD. Na rynku długu od początku roku obserwowana jest korekta wzrostowa rentowności będąca pochodną spodziewanego odsunięcia w czasie obniżek stóp procentowych przez Fed, EBC, a także NBP.

## Surowce

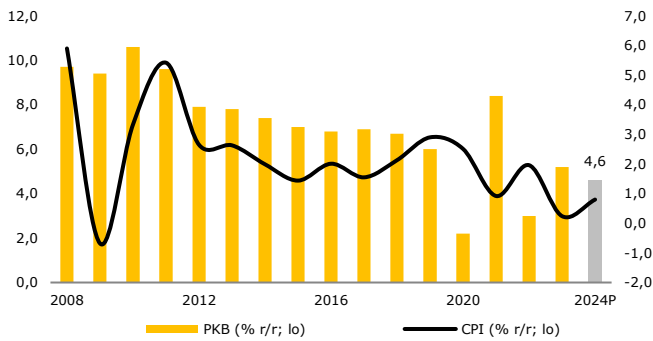
Szeroki indeks Bloomberg Commodity od początku roku odnotowuje niewielkie tendencje spadkowe. W szerszej perspektywie oznacza to przedłużenie trendów obserwowanych w 2023. Sytuacja na rynku surowców zatem nadal sprzyja tendencjom dezinflacyjnym w globalnej gospodarce.

Z początkiem marca kraje OPEC+ zdecydowały o przedłużeniu do połowy br. limitów na produkcję ropy w dotychczasowym wymiarze. Decyzja była raczej oczekiwana i nie miała znacznego przełożenia na bieżące ceny ropy, m.in. z powodu faktu, że część krajów należących do formatu nie przestrzegało swoich kwot w pierwszym kwartale. Jeśli kraje te podążą za zobowiązaniami skompensowania dotychczasowej nadwyżkowej produkcji w 2 kwartale może się pojawić dodatkowa presja na wzrost cen ropy. Baryłka Brent od początku roku podrożała jak dotąd o ok. 7%.

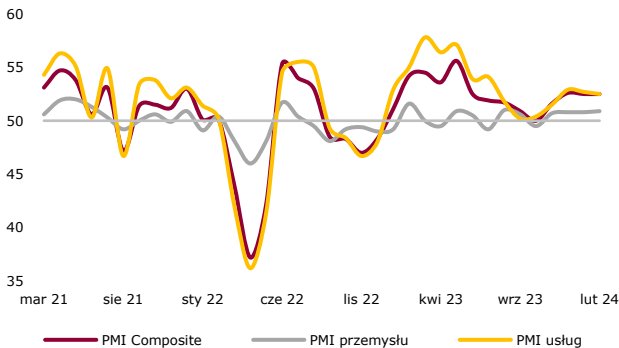
Trend spadkowy kontynuuje indeks FAO, agregujący globalne ceny głównych produktów rolnych, co automatycznie redukuje presję na wzrost cen żywności. W lutym wskaźnik był niższy o ok. 0,8% m/m i 10,5% r/r.

Nadal korzystnie wygląda sytuacja na europejskim rynku gazu. Cena holenderskiego benchmarku w kontraktach 1-miesięcznych w połowie marca obniżyła się do 25 EUR/MWh, a w kontraktach 1-roczych utrwalają się poziomy poniżej 30 EUR/MWh, wobec średnio ok. 55 EUR/MWh w 2023. W ujęciu r/r oznacza to spadek o blisko 50%. Przy jednocześnie wyraźnie taniejących ostatnio prawach do emisji CO<sub>2</sub> prowadzi to do dalszej normalizacji cen energii w Europie.

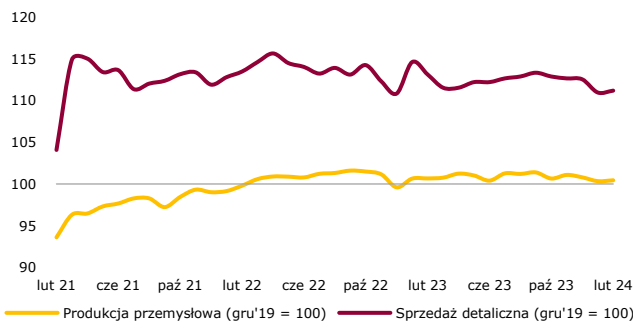
## Chiny – PKB (% r/r, realnie)



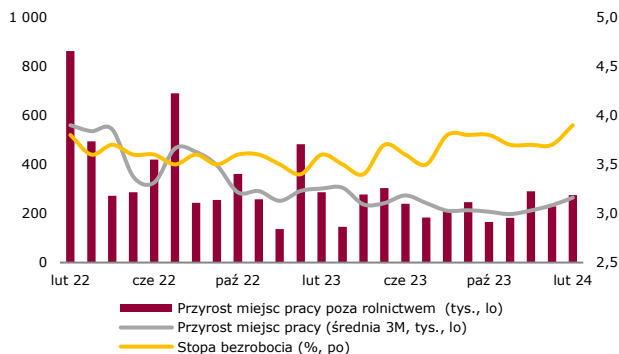
## Chiny – PMI (S&P Global)



## USA – Produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna (deflowana CPI)



## USA – rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych, Alior Bank S.A.

## Chiny

2024 przyniósł „ofensywę” gospodarczą w Chinach. Władze postawiły sobie dość ambitny cel wzrostu PKB o ok. 5%. W ub. roku odnotowana została co prawda dynamika nieco wyższa, tj. 5,2%, ale wynikała ona z niższego punktu startu. W 2022 PKB rósł o zaledwie 3% dławiony restrykcjami epidemicznymi. W bieżącym roku premii niższej bazy już nie będzie. Konsensus Bloomberga sugeruje wzrost na poziomie 4,6%. Ryzyka dla chińskiej gospodarki są znane. Okres pandemiczny pozostawił po sobie bardziej niepewnego konsumenta i (kontrolowany ?) kryzys na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Wynika on m.in. z polityki Pekinu przekierowującego strumienie inwestycji z budownictwa na przemysł i nowoczesne technologie. Transformacja przebiega nie bez bólu, przy akompaniamencie upadających deweloperów, ww. osłabienia nastrojów konsumenckich czy też deflacyjnych tendencji, ale...

... są też argumenty przemawiające za tym, że w Chinach w tym roku zobaczymy jednak wyraźniejsze ożywienie. Początek roku w Państwie Środka jest nietypowy ze względu na obchody Nowego Roku. W tym czasie na pierwszy plan wysuwają się miękkie dane dot. aktywności konsumenckiej czasu wolnego. Te były w 2024 obiecujące – lata poprzednie zostały wyraźnie pobite w takich statystykach jak podróże kolejowe czy też wpływy w kinach. W rezultacie odnotowane zostało wyraźniejsze podbicie inflacji konsumenckiej w lutym – wskaźnik CPI skoczył do 0,7% r/r z -0,8% r/r w styczniu. Zjawisko wyższej presji cenowej w Chinach jest postrzegane pozytywnie – jako sygnał ożywienia popytu i redukcji zagrożenia spiralą deflacyjną. W kontekście perspektyw nowej ścieżki gospodarczej należy przytoczyć m.in. takie sukcesy jak wyjście na pierwsze miejsce (przed Japonię) w globalnym eksporcie samochodów w 2023, wobec imponującego wzrostu w tym obszarze o przeszło 60% względem 2022 (za CPCA). Do tego należy dodać, że w 2024 jest i prawdopodobnie będzie kontynuowane luzowanie monetarne i fiskalne gospodarki. Po styczniowej obniżce stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b., w drugiej połowie lutego PBOC obniżył oprocentowanie kredytów hipotecznych o 25 p.b. Poza tym rząd zaplanował kolejny rok z rządu znaczny deficyt fiskalny, na poziomie 6,6% PKB.

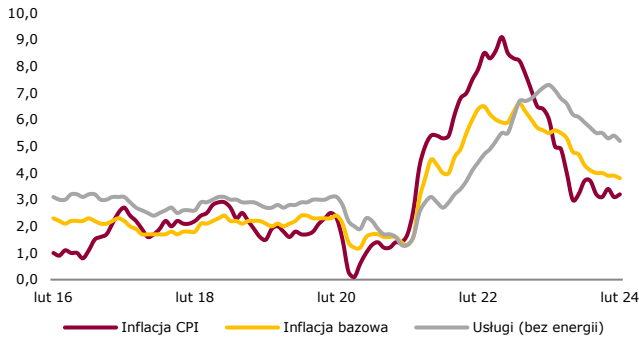
## USA

Zachowanie największej gospodarki świata z początku tego roku zaczyna iść pod prąd tendencjom obserwowanym w 2023, kiedy to obserwowaliśmy relatywnie mocną koniunkturę przy jednoczesnym ściągnięciu inflacji na niższe poziomy. W 2024 coś się w tym schemacie zacięło. Dynamika cen przyspiesza, a dane ze sfery realnej zaczynają coraz wyraźniej przynosić obraz schłodzenia gospodarki. Taki układ wymaga od Fed szczególnej czujności i jednocześnie osłabia scenariusz rychłych obniżek stóp procentowych w USA.

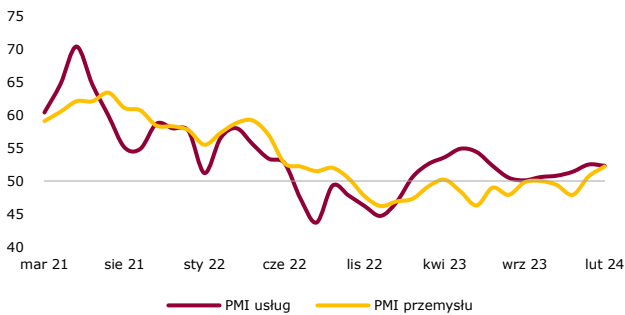
Z danych ze sfery realnej na pierwszy plan wysuwają się te o sprzedaży detalicznej. W styczniu pokazały spadek 1,1% m/m wyr. sez. w cenach bieżących, a w lutym to zaskakująco silne obniżenie poziomu sprzedaży zostało tylko częściowo skompensowane wzrostem o 0,6% m/m wyr. sez. Pojawiły się zatem pierwsze symptomy osłabienia konsumpcji, notabene zaskakująco silnej w ub. roku. Nienajlepsze odczyty odnotowujemy również po stronie produkcji przemysłowej lekko obniżającej się na początku 2024.

Sytuacja na rynku pracy pozostaje względnie dobra, aczkolwiek jej obraz uległ pogorszeniu po danych za luty. Po pierwsze stopa bezrobocia wzrosła z 3,7% do 3,9%. Z jednej

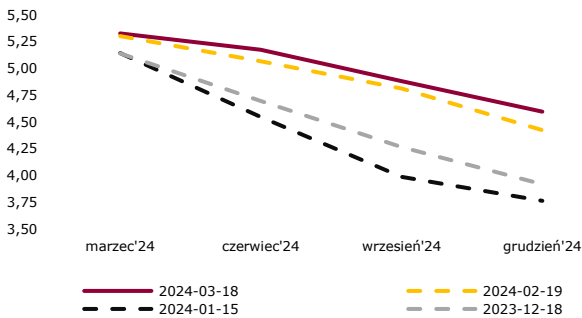
## USA – inflacja CPI (% r/r)



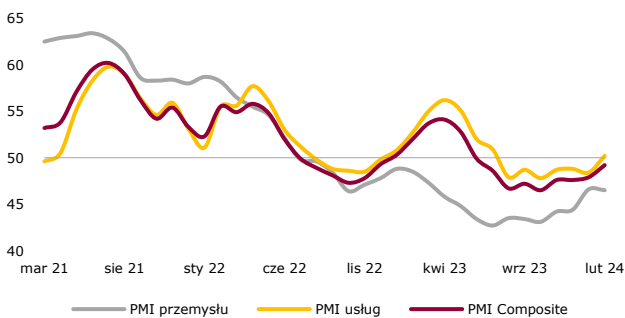
## USA – PMI (S&P Global)



## USA – Wycena stopy Fed (% , środek przedziału) w czasie



## Strefa euro – PMI (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

strony jest nadal niska, z drugiej znalazła się na najwyższym poziomie od ok. 2 lat. Dodatkowo ma to miejsce przy braku poprawy w aktywności zawodowej wciąż niższej niż w okresie przedpandemicznej. A zatem z badania gospodarstw domowych wynika, że coraz mniej ludzi podejmuje pracę. Choć tej na razie nie brakuje. Przyrost etatów w sektorze przedsiębiorstw w lutym był solidny i wyniósł 275 tys., ale też dane za styczeń i grudzień uległy rewizji wstecznej o ok. 160 tys. w dół. Zatem z wcześniejszych odczytów wpływała sugestia, że popyt na pracę jest rozgrzany do czerwoności. Po rewizji widać niższą temperaturę, ale na razie bez sygnałów słabości. Nieco zmienił się też obraz presji na wzrost płac. W lutym ich dynamika obniżyła się z 4,4% r/r do 4,3% r/r. To jednak wciąż wysoko.

Dane inflacyjne z USA w pierwszej połowie ub. roku zaskakiwały pozytywnie (w dół), w drugiej dezinflacja wyraźnie wyhamowała, a początek 2024 to już dwa z rzędu wręcz niepokojące odczyty. W styczniu odnotowany został wzrost CPI o 0,3% m/m wyr. sez., a w lutym o 0,4% m/m wyr. sez. W rezultacie odczyt r/r nie zamierza na razie spadać poniżej 3% - w lutym wyniósł 3,2%. Utrzymuje się zatem przeszło 1 p.p. powyżej celu Fed. Inflacja bazowa jest wyżej, na poziomie 3,8% r/r i tu też obserwowane jest odbicie *momentum*, do poziomów spójnych z blisko 5-procentową inflacją roczną. Do tego dochodzi znaczne odbicie w inflacji PPI, do 1,6% r/r w lutym z 1% r/r w styczniu, które markuje punkt zwrotny wsparcia procesu dezinflacji przez niższe ceny produkcji.

Oslabienie w realnych danych z gospodarki USA nie do końca znajduje odzwierciedlenie we wskaźnikach koniunktury PMI. Indeksy od S&P Global znalazły się w lutym na poziomach odpowiadających ożywieniu w usługach i przemyśle i łącznie są najwyższe od połowy 2023. Indeksy od ISM sugerują kontynuację ożywienia w usługach i osłabienie koniunktury w przemyśle.

Fed utrzymuje stopy procentowe w przedziale 5,25%-5,50% od września 2023. Ostatnio sygnalizuje możliwość poluzowania polityki monetarnej bazując na dotychczasowych pozytywnych trendach w redukcji inflacji. Jednocześnie ewidentnie czeka jeszcze na potwierdzenie procesu dezinflacji w bieżących danych. Początek roku na pewno takiego potwierdzenia nie przyniósł, a wręcz odwrotnie, mógł wzbudzić obawy o utrwalenie inflacji na podwyższonym poziomie. W rezultacie perspektywa rozpoczęcia obniżek stóp procentowych odsuwa się w czasie. Obecne wyceny rynkowe sugerują, że w całym 2024 dojdzie do obniżek stóp Fed łącznie o ok. 75 p.b., począwszy od czerwca lub lipca.

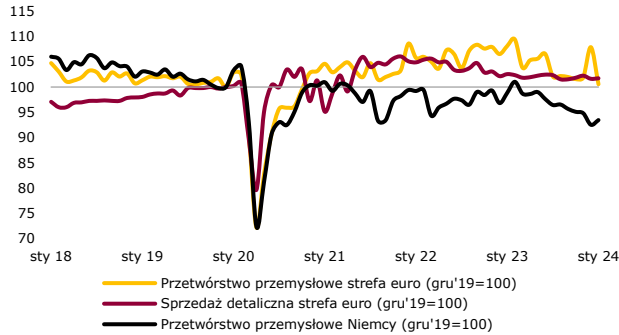
## Europa

Gospodarka strefy euro ma za sobą rok stagnacji. Wskaźniki koniunktury sugerują, że zbliża się ożywienie koniunktury, ale jeśli faktycznie nadejdzie to nie będzie miało spektakularnego tempa. W twardych danych przebija się wciąż duża słabość przemysłu, w tym przede wszystkim niemieckiego. Gospodarkę eurolandu na powierzchni utrzymują usługi, co nie jest najlepszym środowiskiem dla ewentualnego wzrostu produktywności i łagodzenia presji na wzrost cen. I taki też obraz wyłania się z najnowszych danych inflacyjnych, które pomimo rachitycznej konsumpcji, z początkiem roku były podwyższone. Mimo to EBC jest coraz pewniejszy powrotu inflacji do celu, ale raczej nie na tyle, aby rozpocząć obniżki stóp procentowych na wiosnę.

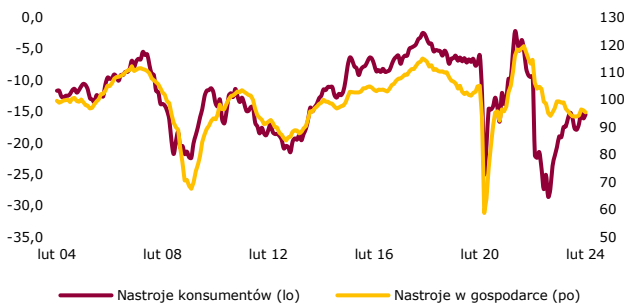
Patrząc na indeks PMI przemysłu dla całego świata coraz pewniejsze wydaje się ożywienie w sektorze, w wymiarze



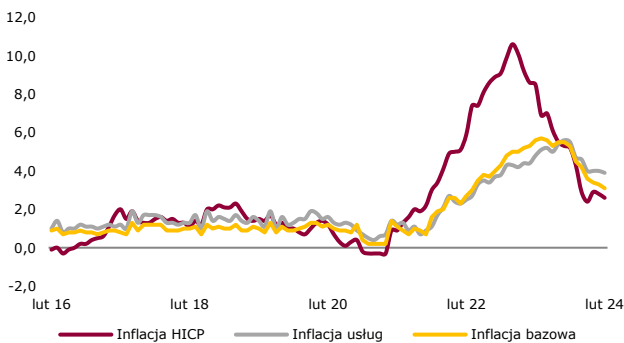
## Strefa euro – przemysł i sprzedaż detaliczna



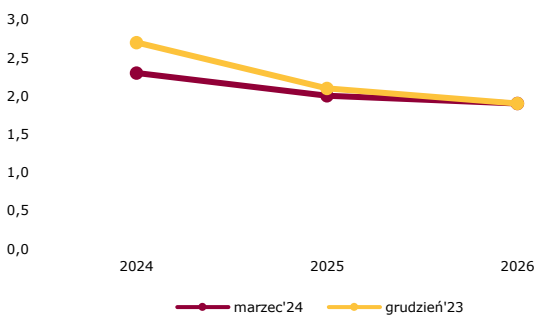
## Strefa euro – indeksy koniunktury wg KE



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



## Strefa euro – Inflacja HICP (% r/r), w strefie euro wg EBC porównanie dwóch ostatnich prognoz



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

globalnym. Wskaźnik w lutym wyniósł 50,3, co oznacza, że pierwszy raz od sierpnia'22 znalazł się nad neutralnym poziomem 50. Pytaniem otwartym pozostaje na ile w nadchodzącym ożywieniu będzie partycypować przemysł strefy euro. Jak dotąd w danych widać tu niemal wyłącznie oznaki dużej słabości. W styczniu odnotowany został spadek o 6,7% r/r. Jasnym punktem pozostaje wynik przemysłu strefy euro w grudniu (+0,2% r/r), ale na razie to wyjątek od reguły - w ostatnich 6 miesiącach jest to średnio -5% r/r. Nadal fatalnie radzi sobie przemysł niemiecki, a z branż negatywnie wyróżniają się te energochłonne i zorientowane na mieszkalnictwo. Wyhamowuje dotychczas pozytywnie wyróżniający się przemysł motoryzacyjny.

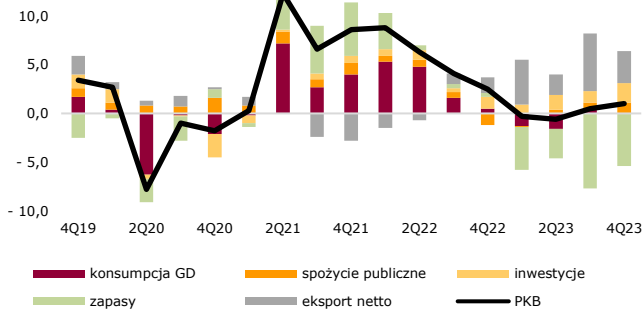
Dla przemysłu widać pewne światło w tunelu, przynajmniej na poziomie popytu wewnętrznego. Od kilku miesięcy w strefie euro zaznacza się, dość rachityczna, ale jednak, poprawa po stronie konsumpcji dóbr. Strumień sprzedaży detalicznej jeszcze nie rośnie, ale stabilizuje się po wcześniejszych spadkach trwających przeszło 1,5 roku, do końca wakacji ub. roku. W ujęciu r/r styczeń pokazał spadek o -1%, podczas gdy średnia z 3-miesięcy to -0,7%, a z 6 miesięcy to -1,4%. Jest to dość spójne z odbudową nastrojów konsumenckich jaka dokonała się na przestrzeni ub. roku. Wskaźnik tworzony przez KE sugeruje, że sentyment gospodarstw domowych jest jeszcze dość słaby, ale też najlepszy od agresji Rosji na Ukrainę.

Po stronie inflacji konsumenckiej, podobnie jak w USA, początek roku przyniósł lekkie rozczarowanie tempem dezinflacji. Wskaźnik HICP cofnął się co prawda z 2,9% r/r w grudniu do 2,6% r/r w lutym, ale kluczowe obecnie miary inflacji są jeszcze na podwyższonym poziomie. Inflacja bazowa na 3,1% r/r, a usług na 3,9% r/r. W obu przypadkach, a zwłaszcza w usługach, po wyraźnym ograniczeniu *momentum* z końcem ub. roku, które już niemal było spójne z celem inflacyjnym 2%, nastąpiło przyspieszenie do poziomów mniej satysfakcjonujących.

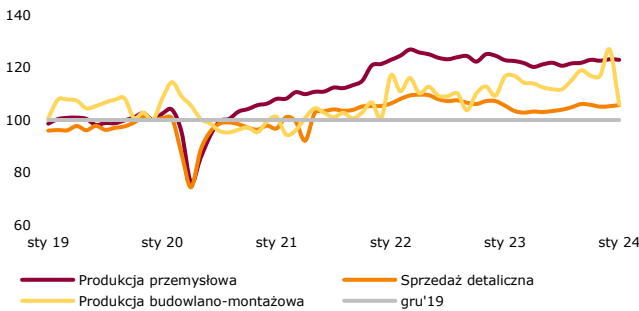
We wskaźnikach koniunktury PMI zaznaczają się już sygnały lekkiego ożywienia. Punkty zwrotne na wykresach indeksu są już coraz lepiej widoczne. Ale w przypadku przemysłu jest to na razie spójne wyłącznie z redukcją tempa spadków w sektorze - indeks PMI w lutym wyniósł 46,5 wobec minimum lokalnego 42,7 w lipcu ub. roku. Natomiast PMI usług wzrósł w lutym z 48,4 do 50,2 i po raz pierwszy od wakacji ub. roku znalazł się w strefie ożywienia.

Marcowe posiedzenie EBC nie przyniosło zmian w polityce monetarnej. Stopy procentowe zostały utrzymane na dotychczasowym poziomie, w tym stopa depozytowa na 4%. W ujęciu bieżącym stopa realna jest już zatem znacząco, jak na strefę euro, dodatnia (powyżej 1%), w zasadzie od kilku miesięcy. To rzadkość w przeszło 20-letniej historii strefy euro. Nie dziwne zatem, że przy słabej koniunkturze rośnie presja na obniżki stóp procentowych. EBC sygnalizuje, że zmierza w tym kierunku, choć potrzebuje jeszcze czasu, aby upewnić się, że nie byłoby to przedwczesne. Wnioskując ze słów C. Lagarde jest dość mało prawdopodobne, aby taki ruch nastąpił w kwietniu, ale w czerwcu EBC ma mieć już szerszy zestaw danych, który pomoże lepiej ocenić, czy inflacja nie utrwała się na podwyższonym poziomie. Rynek wycenia, że to właśnie w tym miesiącu stopy zostaną obniżone o 25 p.b. O ile ostatnie dane inflacyjne ze strefy euro mogą wzbudzić pewien niepokój to już projekcje przedstawione przez EBC na marcowym posiedzeniu przypominają, że proces hamowania inflacji jest bardziej zaawansowany niż się tego spodziewano jeszcze w grudniu ub. roku. Najnowsza prognoza ścieżki HICP wypada niżej od poprzedniej i pokazuje dojście do 2,1% w 2025 i do 1,9% w 2026.

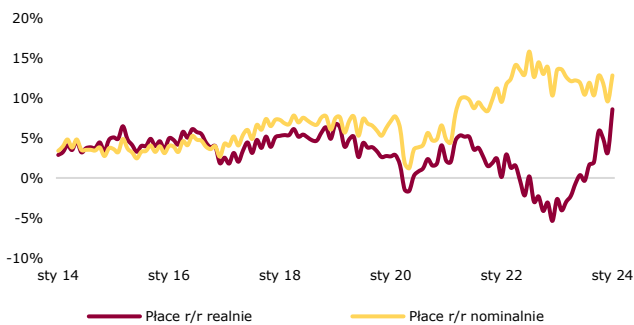
## Polska – dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



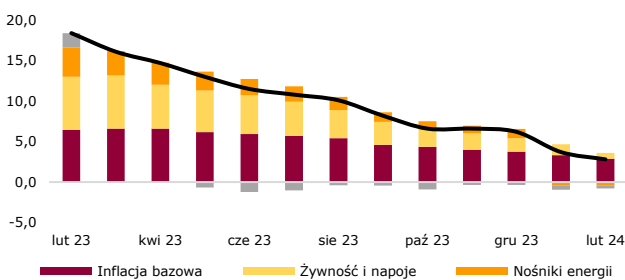
## Polska – główne dane krajowe (gru'19=100, wyr. sez.)



## Polska – wynagrodzenia, sektor przedsiębiorstw, Polska (% r/r)



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Szczegółowe dane o PKB za ostatni kwartał ub. roku potwierdziły to co było widać już w odczycie rocznym – krajowy konsument jest jeszcze dość ostrożny z wydatkami. Przy stopach procentowych znacząco przewyższających już inflację dostaje zachętę do oszczędzania w wymiarze nie widzianym od lat. Wspomniana inflacja na początku roku zaskakuje pozytywnie (w dół) i w zasadzie jest już w obrębie celu NBP, choć w drugiej połowie roku CPI raczej wyjdzie na wyższe poziomy. RPP akcentuje to ryzyko i podtrzymuje swoje nowe, bardziej restrykcyjne nastawienie, sugerując stabilizację stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Powyższe kwestie uwzględniamy w naszych najnowszych prognozach, z których główna konkluzja jest taka, że choć CPI w celu w pierwszej połowie tego roku to stan przejściowy, to rośnie szansa na trwalsze sprowadzenie inflacji do celu, wg nas pod koniec 2025.

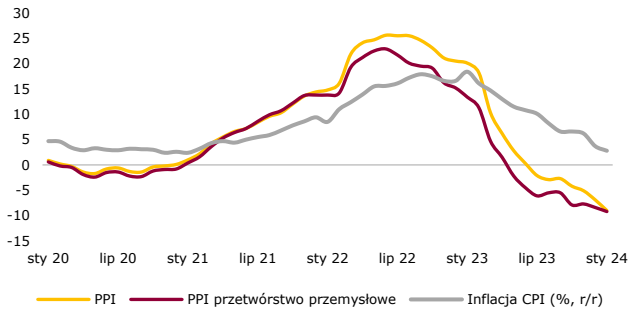
PKB Polski w 4Q'23 wzrósł o 1% r/r wobec 0,5% r/r w 3Q'23. Bardzo słabo wypadła konsumpcja prywatna spadająca o 0,1% r/r wobec zwyżki o 0,8% r/r kwartał wcześniej. Mocno z kolei nadal wyglądały inwestycje (8,7% r/r). Jak w całym 2023 do rocznej dynamiki PKB najmocniej kontrybuowały: - negatywnie zmiana zapasów (-5,4 p.p.) i pozytywnie eksport netto (3,3 p.p.). Nasze główne konkluzje z odczytu: (i) konsument jest ostrożniejszy i prawdopodobnie bardziej skłonny do oszczędzania, (ii) dostosowanie na zapasach po ich nadbudowie w 2021 się dokonało i w 2024 ten komponent zacznie wspierać wzrost PKB, (iii) struktura PKB była spójna z procesem dezinflacji (mocne inwestycje, słaba konsumpcja, schodzenie z zapasów), ale ten układ zacznie się odwracać w tym roku.

Początek roku jeśli chodzi o krajową koniunkturę był raczej rozczarowujący. Szczególnie w obszarze przemysłu i budownictwa. W tym pierwszym przypadku w styczniu odnotowany został co prawda wzrost o 1,6% r/r wobec -3,5% r/r w grudniu, ale to głównie zasługa lepszego układu dni roboczych. Po wyrównaniu sezonowym produkcja przemysłowa rosła o ok. 0,1% r/r i obniżyła się o ok. 0,2% m/m, co oznacza osłabienie tempa umiarkowanego ożywienia w sektorze trwającego od drugiej połowy ub. roku. Ożywienia napędzanego niemal wyłącznie produkcją dóbr inwestycyjnych, a schodząc niżej – wydatnie przez branżę automotive. Pierwszy miesiąc 2024 nie stanowił przewrotu w powyższej charakterystyce.

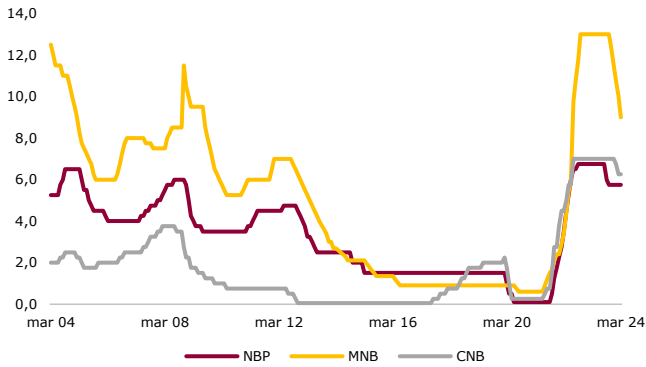
Wyjątkowo słabo w styczniu wypadła produkcja budowlano-montażowa, która po wzroście o 14% r/r w grudniu w styczniu spadła o 6,1% r/r. Na słaby wynik z początku roku składają się czynniki pogodowe, ale też efekt ubiegłorocznego domykania wydatkowania z budżetu unijnego z poprzedniej perspektywy finansowania, który mocno podbił wyniki budownictwa z końca 2023 i jednocześnie uszczuplił wydatki na początek 2024. Do tego dochodzi ożywienie w sprzedaży detalicznej (3% r/r vs -2,3% r/r), które po wyrównaniu sezonowym nie wygląda jednak na mocne (0,2% r/r i 0,4% m/m). Pozytywnie wyróżnia się obszar motoryzacji, a negatywnie nadal zakupy dóbr trwałych, w tym tych związanych z wyposażeniem mieszkań.

Na krajowym rynku pracy początek roku nie przyniósł zmian dotychczasowych tendencji. W styczniu i lutym stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5,4%, co oznacza wzrost względem grudnia (5,1%), ale jest zgodne z wzorcem sezonowym. Jednocześnie odczyty są niższe o 1-2 p.p. od ubiegłorocznych z adekwatnych miesięcy. W styczniowych danych z sektora przedsiębiorstw obserwowane było przyspieszenie dynamiki płac do 12,6% r/r względem 11,5%

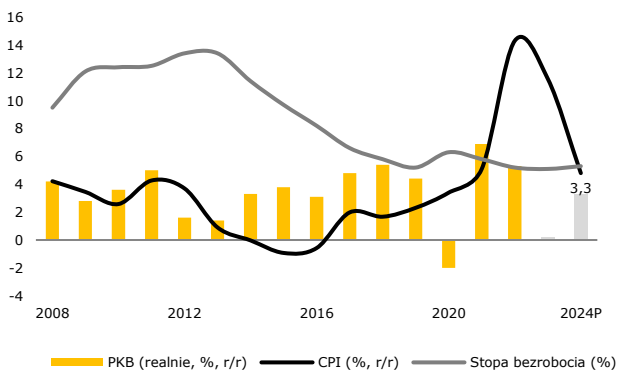
## Polska – inflacja CPI, towary i usługi (% r/r)



## Polska – stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



## Polska – PKB, stopa bezrobocia, CPI, prognoza DAM Alior



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

r/r w 4Q'23, na co złożyło się m.in. podwyższenie płacy minimalnej.

Początek roku to jednocześnie, współgrające z negatywnymi zaskoczeniami w popycie konsumpcyjnym, pozytywne niespodzianki inflacyjne. Wskaźnik CPI obniżył się z 6,2% r/r w grudniu do 3,7% r/r w styczniu i dalej do 2,8% r/r w lutym. Inflacja znalazła się zatem niemal w celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.). W marcu wskaźnik CPI zejdzie zapewne poniżej 2,5% r/r. Przy jednoczesnym szybkim hamowaniu dynamiki cen żywności (w lutym już tylko 2,6% r/r) jest duża szansa, że nawet po przywróceniu VAT 5% na niektóre produkty żywnościowe (obniżonego do 0% w ramach tarczy antyinflacyjnej w 2022) presja na tańszą żywność się częściowo utrzyma i szeroka inflacja CPI pozostanie w obrębie celu (nie przekroczy 3,5% r/r) do połowy 2024. W drugiej połowie 2024 spodziewamy się jednak wzrostu CPI średnio w okolicy 5%. Zakładamy jednak częściowe „odmrażanie” cen energii, w tym energii elektrycznej. Kolejnym czynnikiem, który nie będzie sprzyjał obniżaniu inflacji jest spodziewane przez nas odbicie w popycie konsumpcyjnym.

RPP na marcowym posiedzeniu dostała najnowsze projekcje NBP w ciekawym wydaniu. Przygotowane zostały dwa scenariusze przyjmujące skrajne założenia dot. tarczy antyinflacyjnej – w jednym jest ona utrzymana do końca projekcji (2026), a w drugim całkowicie wycofana już w tym roku. Realizacja pierwszego już jest w zasadzie niemożliwa (rząd zapowiedział przywrócenie VAT na żywność), a drugiego bardzo mało prawdopodobna (rząd zapowiada stopniowe działania w odmrażaniu cen energii). W pierwszym scenariuszu CPI niemal przez cały okres 2024-2026 utrzymuje się w obrębie celu NBP, a w drugim, po przejściowym „flircie” z celem trwającym obecnie, trwały powrót w obręb celu następuje w drugiej połowie 2025. Jednocześnie w obu przypadkach inflacja bazowa zbliża się do celu (pierwszy scenariusz) lub go osiąga (scenariusz drugi) dopiero w 2026.

Zakładamy, że oprócz dużej niepewności związanej z „odwracaniem” tarcz antyinflacyjnych, to właśnie ten element, a więc perspektywa podwyższonej inflacji bazowej w całym horyzoncie projekcji, może być jednym z głównych argumentów za obecnym bardziej konserwatywnym nastawieniem RPP do polityki monetarnej. Komunikacja mówiąca o stabilizacji stóp procentowych przez dłuższy czas jest w tym roku utrwalana i została powtórzona po zapoznaniu się RPP z marcową projekcją NBP.

W naszej najnowszej prognozie makroekonomicznej uwzględniamy to bardziej konserwatywne nastawienie RPP. Oczekujemy, że stopy procentowe NBP zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie do końca 2024, a pierwszych, stopniowych obniżek spodziewamy się w 2025 (w całym roku łącznie o 75 p.b.). W sferze realnej nadal oczekujemy ożywienia gospodarczego w 2024, ze wzrostem PKB na poziomie 3,3% i jego przyspieszenia w 2025 (4,1%). W tym roku to konsumpcja prywatna (oczekujemy dynamiki blisko 4%), wspierana silnym realnym wzrostem płac, będzie motorem wzrostu. Inwestycje tym razem będą miały mniejszy udział we wzroście (oczekujemy dynamiki nieco ponad 2% wobec 8% w 2023), co jest po pierwsze skutkiem wysoko ustawionego odniesienia z 2023, a po drugie inwestycje będą pod presją cyklu wydatkowania środków unijnych. Widzimy też rosnące szanse na sprowadzenie inflacji do celu NBP. Spodziewamy się, że CPI po wzroście do 5-5,5% r/r w 2 połowie 2024 i 1 połowie 2025 w 4 kwartale 2025 obniży się do średnio 3,5%.

## Prognoza makroekonomiczna z dnia 15-03-2024

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24	2024P	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,3	- 0,6	0,5	1,0	2,1	2,6	3,3	4,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,8	10,5	7,2	8,7	5,8	2,3	2,3	7,5
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,0	-2,8	0,8	-0,1	3,4	2,9	3,9	4,4
<b>Ceny i płace</b>								
Inflacja CPI - koniec okresu (% , r/r)	16,1	11,5	8,2	6,2	2,2	3,6	5,8	3,0
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	17,0	13,1	9,7	6,5	3,0	3,0	3,9	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% , r/r)	14,3	13,8	11,0	12,0	11,4	10,7	11,2	8,5
<b>Rynek pracy</b>								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	5,0	5,1	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,5	5,2	5,0	5,0	5,4	5,1	5,1	5,1
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% , r/r)	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,6	0,4	0,2	0,3
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	6,06	5,78	5,91	5,20	5,41	5,37	5,18	4,68

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	lut 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24
<b>Stopa referencyjna NBP (%)</b>	6,75	5,75	5,75	5,75	<b>5,75</b>
<i>konsensus Parkiet</i>					5,75
<b>Produkcja przemysłowa (% , r/r, ceny stałe)</b>	-1,0	-3,9	1,6	<b>3,8</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,4	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)</b>	6,6	14,0	-6,1	<b>1,0</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				-2,0	
<b>Sprzedż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)</b>	-5,0	-2,3	3,0	<b>6,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,6	
<b>Inflacja konsumencka (% , r/r)</b>	18,4	6,2	3,7	<b>3,2</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,2	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% , r/r)</b>	11,7	7,3	6,9	<b>6,1</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				6,2	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	5,6	5,1	5,4	<b>5,4</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,5	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)</b>	0,8	-0,1	-0,2	<b>-0,1</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,2	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)</b>	13,6	9,6	12,8	<b>11,1</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				11,3	
<b>Eksport towarów (% , r/r, EUR)</b>	16,1	-4,3	<b>-4,8</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			-4,6		
<b>Import towarów (% , r/r, EUR)</b>	3,3	-3,5	<b>-2,7</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			-2,4		

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.



”

CHWILOWO W CELU

Makrowizjer