



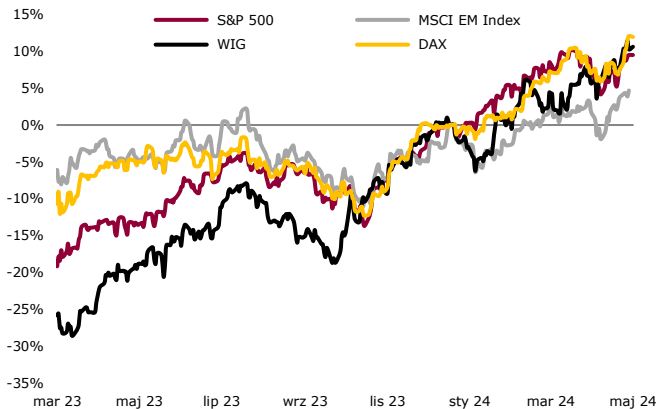
”

## OSTROŻNE GOŁĘBIE

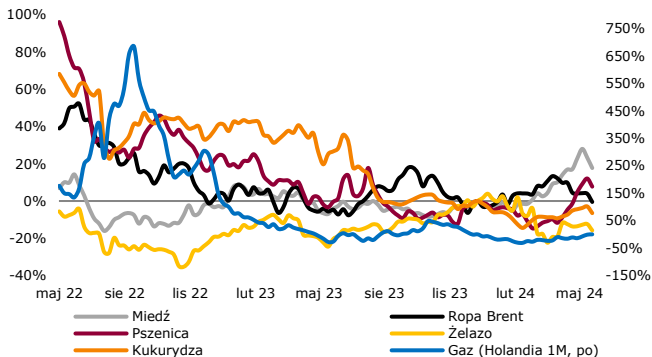
Makrowizjer

- USA - Fed ostrożnie patrzy na przyszłość - obniżki stóp oddalają się w czasie
- Strefa euro – pierwsze obniżki stóp procentowych od pięciu lat – ostrożne dostosowanie
- Polska – RPP pozostaje konserwatywna - brak zmian stóp procentowych w 2024

## Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Dział Analiz Makroekonomicznych

### Agata Filipowicz-Rybicka

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

### Paweł Bojar

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

### Marta Skrzypczyńska

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

### Jakub Szczepaniec

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

## Rynki akcji i długu

W maju rynki akcji krajów rozwiniętych odbiły po kwietniowej korekcie, osiągając tegoroczne maksima. Można zatem mówić o poprawie globalnych nastrojów w tym okresie. Amerykański SP500 zyskał 10% YTD, niemiecki DAX 11,1% YTD, a paneuropejski EUROSTOXX 10,7% YTD. W ujęciu sektorowym wzrosty obejmowały większość sektorów, ze szczególnie wyróżniającymi się spółkami technologicznymi oraz firmami energetycznymi. Te drugie korzystały jeszcze na ostatnich zwyczajach cen ropy, choć w maju jej ceny obniżyły się. Rynki akcji napędzane były nadziejami na wcześniejsze obniżki stóp procentowych w USA. Jednakże wzrosty nieco osłabły na przełomie maja i czerwca, po publikacji minutes z posiedzenia Fed, które gasiły oczekiwania na niższe stopy procentowe. Na rynkach wschodzących obserwowano podobne tendencje, choć pod koniec maja i na początku czerwca korekta była głębsza niż na rynkach krajów rozwiniętych. Na koniec maja indeks MSCI EM pozostawał w tyle stawki, na tle globalnym, ze wzrostem zaledwie 2,5% YTD. Podobnie, choć lepiej, WIG20 rosnąc o 6,6% YTD. Maj na rynkach bazowych upłynął bez większych zmian rentowności. Choć w przypadku Treasuries ścieżka majowa była bardziej burzliwa. Pierwsza połowa przyniosła spadki rentowności zarówno 2-, jak i 10-letnich, w drugiej połowie, wraz z publikacją jastrzębich minutes Fed, rentowności odbiły. Wahania Bundów były bardziej stabilne, co mogło być związane z większą pewnością odnośnie do pierwszej obniżki stóp procentowych przez EBC na początku czerwca, co też nastąpiło. Amerykańskie 10-latkami miały na koniec maja oprocentowanie ok. 4,5%, a niemieckie ok. 2,7%. Na rynku krajowym rentowności 2-latek były w maju dość stabilne, podczas gdy 10-latkami pozostawały pod wpływem amerykańskiego rynku długu, odznaczając się większymi wahaniami w ciągu miesiąca.

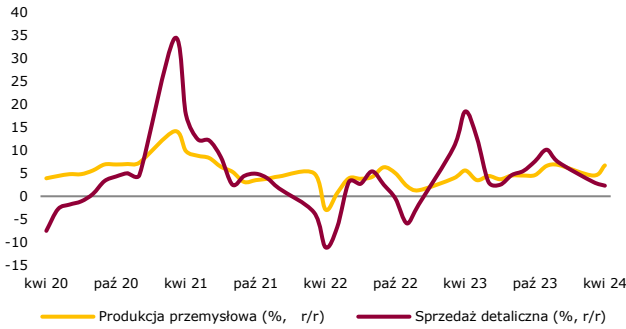
## Surowce

Maj przyniósł kontynuację wzrostów szerokiego indeksu surowcowego Bloomberg Commodity Index (BCI), który w ujęciu YTD wzrósł o ok. 6,0%. Za przyspieszenie wzrostu BCI w tym ujęciu odpowiadały szybsze zwyczajki cen produktów rolnych oraz niektórych metali przemysłowych i szlachetnych, przy jednoczesnym wyhamowaniu wzrostu cen ropy naftowej wskutek ich spadku w maju. Z metali, w ujęciu YTD, najbardziej wyróżniały się miedź (23,2%), nikiel (21,3%), aluminium (16,3%) oraz złoto (13,7%). Ceny żelaza kontynuowały spadki (-12,4%). Spadki cen gazu były coraz mniejsze (-1,1%). Wzrosty cen metali zbiegają się z początkiem powolnego ożywienia w Chinach i Europie.

Od około połowy kwietnia ceny ropy naftowej Brent spadały, z ok. 90 USD do nieco poniżej 80 USD w pierwszym tygodniu czerwca. Cofnięcie wzrostów ropy trwających od przełomu 2023/2024 wynika m.in. deeskalacji napięć na Bliskim Wschodzie.

Indeks FAO odzwierciedlający globalne ceny dla koszyka produktów rolnych wzrósł w maju o 0,9% m/m. Był to trzeci miesiąc z rzędu wzrostów. W ujęciu r/r spadek cen zmniejszył się w maju do -3,4% z -7,4% miesiąc wcześniej. Dane

## Chiny – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa

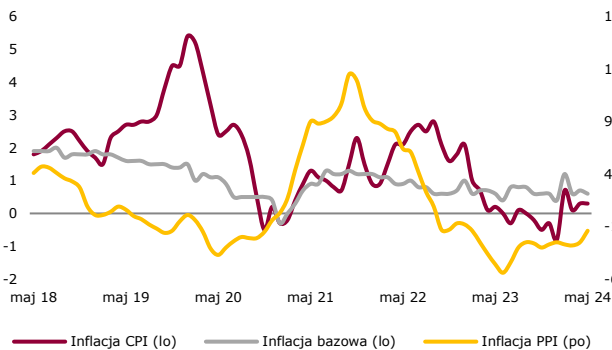


sygnalizują, że wygaśnięcie spadków cen produktów rolnych w ujęciu r/r jest tuż za rogiem.

## Chiny

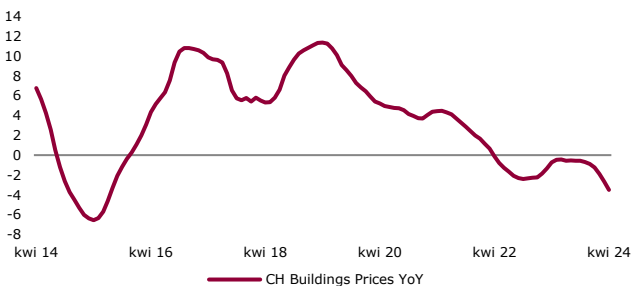
Kwiecień przyniósł rozczarowujące dane o chińskiej sprzedaży detalicznej, która wzrosła o 4,1% r/r YTD wobec 4,7% w marcu, a kwiecień przyniósł jedynie 2,3% r/r wzrostu. W przeciwieństwie do tego, produkcja przemysłowa utrzymała się na wysokim poziomie (6,3% r/r YTD i 6,7% r/r w kwietniu). Ta nierównowaga między słabym popytem konsumenckim a silniejszą produkcją przemysłową może mieć różnorakie konsekwencje dla globalnej gospodarki. Z jednej strony tendencje deflacyjne z Chin mogą wspierać dezinflację na zachodzie. Z drugiej strony wobec nadwyżek mocy produkcyjnych w Chinach może nasilać się protekcyjizm w krajach zachodnich, co ostatnio już zmaterializowało się poprzez podniesienie ceł przez USA na chiński import (m.in. samochody elektryczne). Dodatkowo wobec słabości konsumenta Chin mogą intensyfikować inwestycje infrastrukturalne (istnieją już pierwsze sygnały o tym), co jednak może prowadzić do wzrostu cen metali przemysłowych.

## Chiny – inflacja (% r/r)



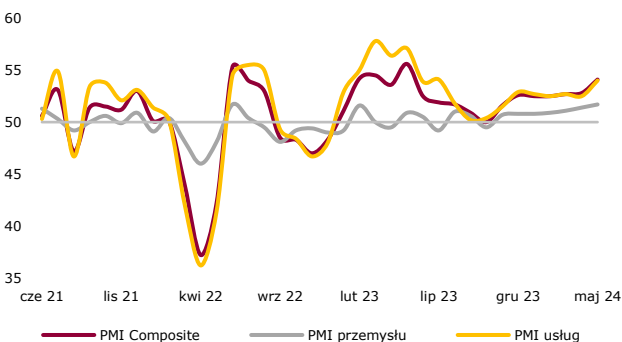
Nieco lepszy obraz na chińskiego konsumenta „rzucają” majowe dane o inflacji CPI, choć były dla rynku rozczarowujące. Inflacja konsumencka (CPI) pozostała w maju na niezmiennym poziomie 0,3% r/r, utrzymując jednocześnie dodatnią dynamikę m/m po raz czwarty z rzędu. Dane wskazują na powolną odbudowę popytu konsumenckiego, wciąż hamowanego przez problemy na rynku nieruchomości. W przypadku cen producentckich widać wyraźniejszą poprawę. Odnotowano zmniejszenie spadku cen z -2,5% r/r w kwietniu do -1,4% r/r w maju. Jest to najlepszy wynik od około roku. Dodatkowo, wskaźnik PPI wzrósł o 0,2% m/m, kończąc tym samym sześciomiesięczną serię spadków. Te dane wskazują, że warunki popytowo-podażowe w Chinach ulegają stopniowej poprawie.

## Chiny – ceny mieszkań (70 największych miast, % r/r)



Ciągle słabo natomiast wygląda rynek nieruchomości mieszkaniowych, gdzie utrzymują się spadki cen mieszkań, rozpoczętych budów oraz sprzedaży. W połowie maja chińskie władze przedstawiły szereg środków mających na celu ustabilizowanie sektora nieruchomości. Chińskie władze próbują wesprzeć sektor poprzez złagodzenie wymogów dotyczących kredytów hipotecznych i ułatwienie zakupu niesprzedanych nieruchomości przez przedsiębiorstwa państwowe. Jednakże skuteczność tych polityk jest niepewna ze względu na słaby popyt i zaufanie konsumentów oraz słabnącą demografię, które mogą ograniczyć ożywienie. Dodatkowo ryzyko związane z zadłużeniem przedsiębiorstw państwowych może stworzyć nowe problemy.

## Chiny – PMI (S&P Global)



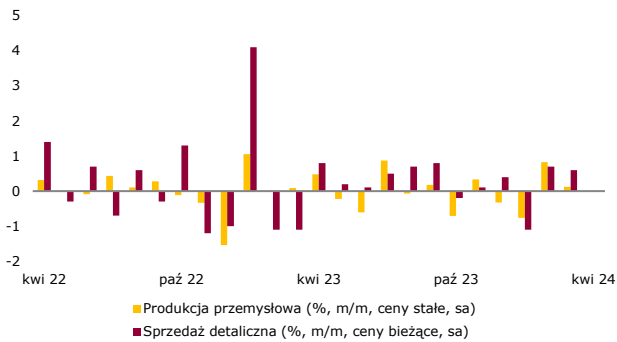
Miękkie wskaźniki koniunktury wskazują, że po udanym 1Q'24, chińska gospodarka może również lekko pozytywnie zaskoczyć w 2Q'24. Majowy PMI dla sektora usług w Chinach pokazał wzrost z 52,5 do 54, co sugeruje przyspieszenie ożywienia w tym obszarze. Obserwowano wzrost produkcji, nowych zamówień i utrzymał się optymizm co do przyszłości. Dobre wyniki sektora usług idą w parze z trwającym ożywieniem w przemyśle. Majowy PMI dla tego sektora wzrósł z 51,4 do 51,7.

## USA

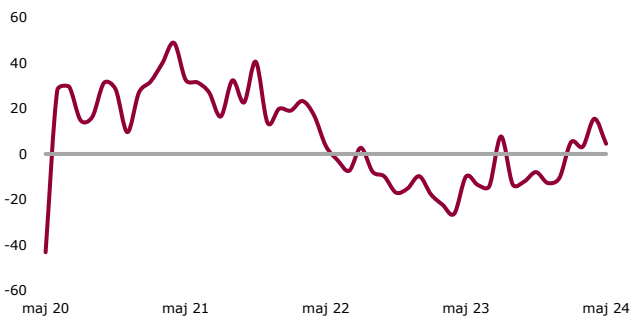
Gospodarka USA na początku 2Q'24 zwolniła. Kwietniowa produkcja przemysłowa, budownictwo oraz sprzedaż detaliczna były słabsze od oczekiwań. Optymistyczny akcent stanowiły majowe wskaźniki PMI oraz zaufanie konsumentów, które poprawiło się mimo mieszanych

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

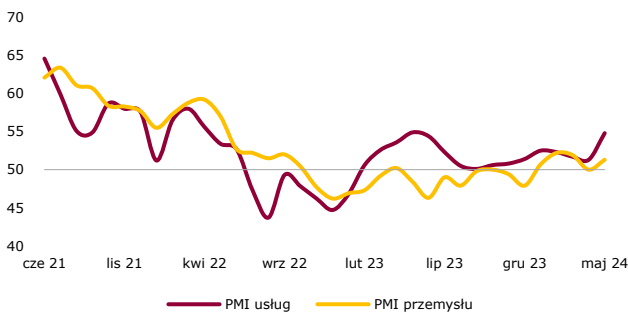
## USA – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



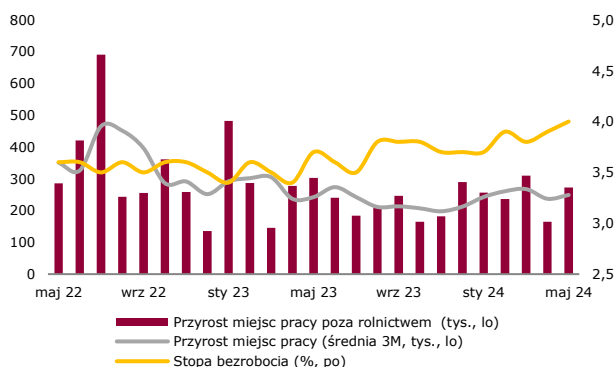
## USA – indeks koniunktury Philly Fed



## USA – PMI



## USA – rynek pracy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

sygnałów z rynku pracy (wzrosła zarówno liczba nowych miejsc pracy, jak i stopa bezrobocia). Inflacja w maju była nieco niższa niż oczekiwano, co uspokoiło obawy o inflację. Fed zdecydował się utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, a projekcje inflacji i stóp procentowych na 2024 ulegają korekcie w górę. Fed pozostaje zatem ostrożny w swoich decyzjach o ewentualnych obniżkach stóp procentowych, w przeciwieństwie do innych banków centralnych, które już rozpoczęły luzowanie polityki monetarnej.

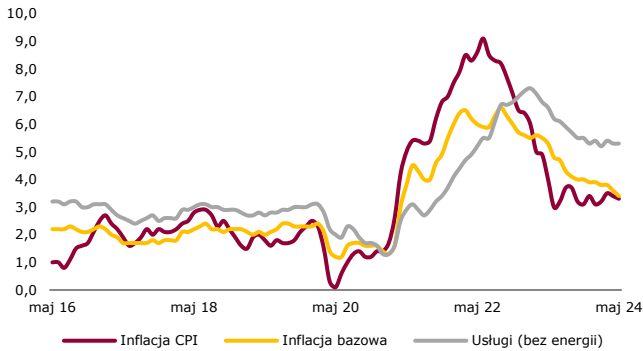
W 2Q'24 dane makroekonomiczne z USA były dość rozczarowujące, choć paradoksalnie takie wyniki zmniejszają ryzyko zaostrzenia polityki monetarnej przez Fed. Kwietniowe dane o produkcji przemysłowej były słabsze od oczekiwań, notując zerowy wzrost zamiast prognozowanego 0,1% m/m po wyrównaniu sezonowym. Warte uwagi są spadki w sektorze motoryzacyjnym i urzędów elektrycznych. Liczba rozpoczętych budów nowych mieszkań oraz indeks koniunktury Philly Fed także spadły poniżej oczekiwań. Przeciwwagę stanowią dane o PMI dla USA, które pozytywnie zaskoczyły. Zarówno indeksy dla przemysłu, jak i usług wzrosły powyżej oczekiwań. W przemyśle wskaźnik powrócił do poziomu powyżej 50 (50,9), a w usługach wzrósł znacznie, o 3,5 do 54,8, co oznacza wzrost aktywności w obu sektorach.

Dane o kwietniowej sprzedaży detalicznej w USA także były słabsze od oczekiwań. Oczekiwano wzrostu 0,4% m/m po wyrównaniu sezonowym, a odczyt było 0,0% m/m, co z jednej strony wskazuje na obniżoną aktywność amerykańskich konsumentów. Z drugiej strony w maju nastąpiła poprawa nastrojów konsumentów. Indeks zaufania konsumentów Conference Board wzrósł w maju do 102, znacznie przewyższając oczekiwania rynkowe na poziomie 96 i wcześniejszy odczyt (97,5). Indeks bieżącej sytuacji wzrósł do 143,1, a indeks oczekiwań do 74,6. Poziom poniżej 80 w ujęciu historycznym sygnalizuje możliwość pojawienia się recesji. Takie odczyty sugerują, że konsumenci dobrze oceniają bieżącą sytuację ekonomiczną, choć z obawami patrzą w przyszłość. Poprawiły się też oceny dla rynku pracy, gdzie mniej osób wskazuje trudności w znalezieniu pracy.

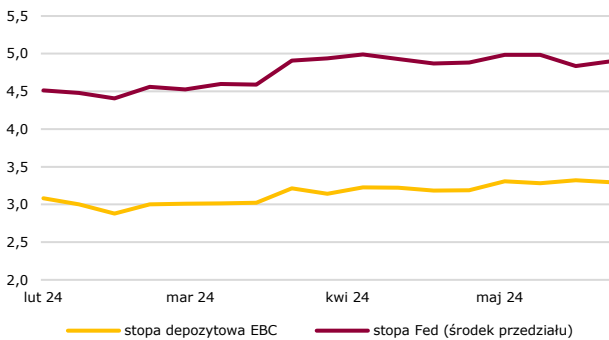
Odczucia amerykańskich konsumentów odnośnie sytuacji na rynku pracy w maju potwierdził raport o rynku pracy z USA, choć przyniósł on także mieszane sygnały. Z jednej strony liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym była wyższa od oczekiwań (180 tys.) i wzrosła w maju o 272 tys. wobec 165 tys., po korekcie w dół z 175 tys. Z drugiej strony stopa bezrobocia wzrosła do 4,0%, podczas gdy rynek oczekiwał stabilizacji na poziomie 3,9%. Place godzinowe również zaskoczyły pozytywnie, wzrastając o 0,4% m/m wobec prognozowanych 0,3% m/m. Raport wzbudził ponowne obawy o presję inflacyjną i wątpliwości w możliwości obniżek stóp procentowych na przestrzeni kolejnych kilku miesięcy.

Po mocnym raporcie z rynku pracy, dane o CPI za maj przyniosły uspokojenie. Wskaźnik CPI spadł o 0,1 p.p. do 3,3% r/r wobec oczekiwanej stabilizacji (3,4% r/r) i pozostał stabilny w ujęciu miesięcznym (0,0%). Warto przypomnieć, że po kilku miesiącach rozczarowujących wyników wyższych od prognoz, inflacja w kwietniu w końcu dorównała oczekiwaniom, a ta majowa pozytywnie zaskoczyła. Tak samo inflacja bazowa, osiągając 0,2% m/m wobec prognozowanych 0,3% m/m. Inflacja usług, choć wciąż uporczywa, wzrosła o 0,2% m/m po odsezonowaniu, co oznacza najniższy wzrost od co najmniej pół roku. Jej dynamika roczna utrzymała się na poziomie z kwietnia (5,3% r/r).

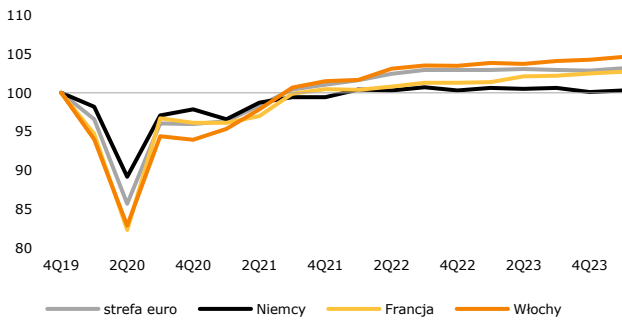
## USA – inflacja CPI, USA (% , r/r)



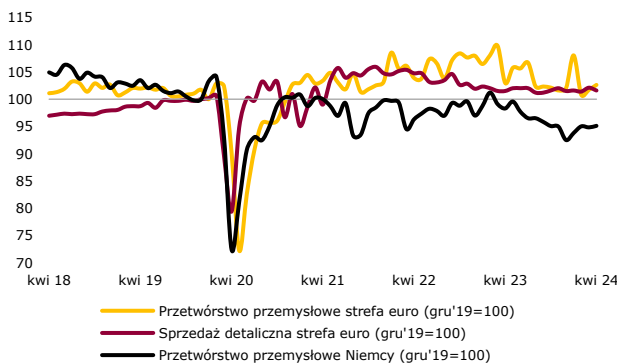
## Rynkowe wyceny stóp procentowych EBC i Fed na grudzień'24 (%)



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



## Strefa euro – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dane o inflacji za maj w USA zrównoważyły nieco obraz rynku pracy, przedstawiony w ostatnim raporcie. Silny rynek pracy, z wciąż niską stopą bezrobocia, oraz brak wyraźnego spadku inflacji w kierunku celu Fed (2,0%) w ostatnich miesiącach, skłoniły FOMC do utrzymania stóp procentowych bez zmian. Chociaż inflacja spadła z wysokich poziomów, Fed wciąż nie jest przekonany do obniżek. Prezes Powell nie wyklucza również scenariusza podwyżek stóp, jednakże na ten moment nie jest to scenariusz bazowy. Decyzje w sprawie stóp będą podejmowane na bieżąco, w oparciu o napływające dane. Ostrożność Fed potwierdza również najnowsza projekcja ekonomiczna na 2024. Mediana prognoz dla PKB i stopy bezrobocia pozostały bez zmian, odpowiednio na poziomie 2,1% i 4,0%. Natomiast prognozy inflacji i stóp procentowych uległy korekcie. Fed prognozuje teraz wyższą o 0,2 p.p. inflację (2,6%) niż w marcu br., a mediana dla stóp procentowych wzrosła o 0,5 p.p., do 5,1% (zakres 4,9-5,4 vs 5,25-5,5 obecnie). Oznacza to, że do końca 2024 roku możliwa jest jedna obniżka stóp o 25 p.b.

W obecnym cyklu Fed pozostaje z decyzją o zmianach stóp procentowych „w tyle” za innymi głównymi bankami centralnymi. W USA pierwsza obniżka oddala się w czasie, podczas gdy inne banki centralne powoli luzują, a przynajmniej wykonały pierwszy krok w kierunku niższych stóp procentowych. Z krajów wysoko gospodarczo rozwiniętych na obniżki stóp w 2024 zdecydował się dotychczas Bank Kanady, szwedzki Riksbank, Narodowy Bank Szwajcarii. Na początku czerwca dołączył do tego grona Europejski Bank Centralny (EBC).

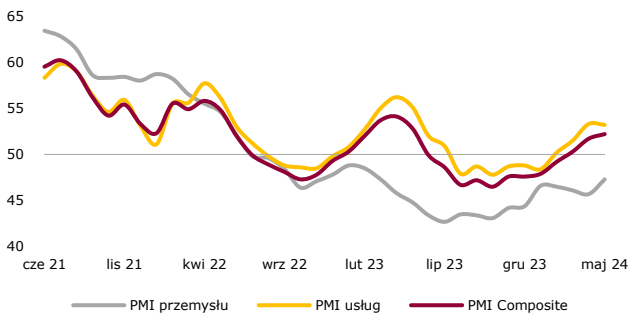
## Europa

Gospodarka strefy euro wykazuje pierwsze oznaki ożywienia, ale tempo wzrostu jest wciąż słabe, a podstawy kruche. Sprzedaż detaliczna znajduje się w stagnacji, dodatkowo realne stopy procentowe mogą hamować ożywienie. Utrzymuje się polaryzacja między przemysłem a usługami, a odbicie w przemyśle jest ciągle utrudnione. Choć inflacja w strefie euro wciąż pozostaje powyżej celu EBC, stanowiąc wyzwanie, to wobec rachitycznego ożywienia gospodarczego i zgodnie z zapowiedziami EBC dokonał pierwszej obniżki stóp procentowych. Łącznie rynek przewiduje 2-3 obniżki do końca 2024.

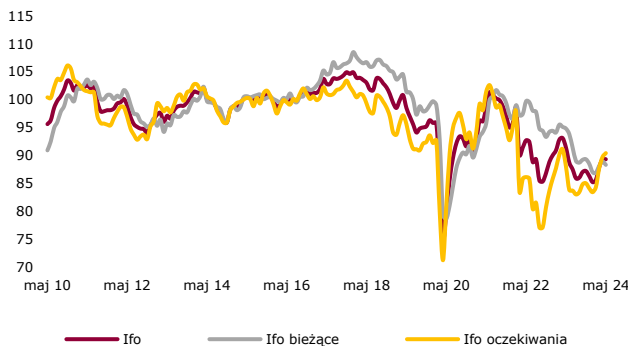
Pierwsze szacunki Eurostat odnośnie wzrostu PKB w strefie euro w 1Q'24 zostały potwierdzone. PKB w strefie euro w 1Q'24 wzrósł o 0,4% r/r wobec 0,2% r/r kwartał wcześniej oraz 0,3% k/k po wyrównaniu sezonowym. Po pięciu z rzędu kwartałach stagnacji jest to pierwszy raz, kiedy obserwujemy pewne ożywienie, przy czym ciągle jest ono skromne, a podstawy tego wzrostu są dość słabe. Konsumpcja prywatna wzrosła o 0,8% r/r, podczas gdy inwestycje skurczyły się o 0,5% r/r. Wzrost gospodarczy był utrzymywany także dzięki spożyciu publicznemu. Najwięcej jednak dodał eksport netto, aż 0,9 p.p., a wkład zapasów i inwestycji był ujemny i wyniósł tyle samo (-0,3 p.p.).

Podstawy wzrostu gospodarczego w strefie euro są jeszcze dość słabe, co także potwierdza początek 2Q'24. Sprzedaż detaliczna ciągle „pełza” wokół niskich poziomów, a dane za kwiecień dla tego wskaźnika rozczarowały. W kwietniu sprzedaż detaliczna pozostała stabilna (0,0% r/r) wobec wzrostu o 0,7% r/r miesiąc wcześniej. W ujęciu m/m po wyrównaniu sezonowym obniżyła się ona o 0,5%, a spadek dotknął wszystkie najważniejsze grupy (żywność, produkty nieżywnościowe oraz paliwa). Nadzieję na trwalsze odbicie przynoszą systematycznie poprawiające się nastroje konsumencie - w maju wskaźnik od KE był najwyższy od

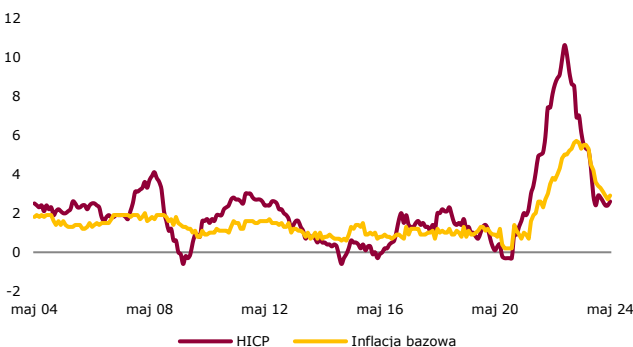
## Strefa euro – PMI Composite (S&P Global)



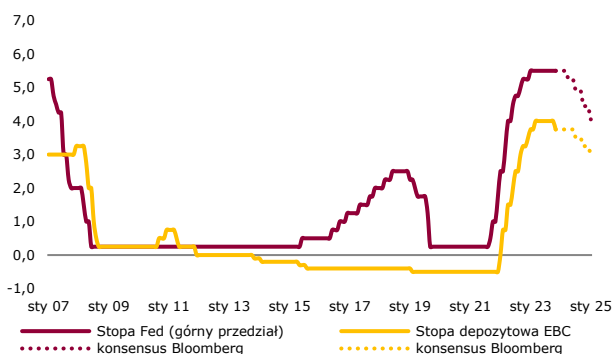
## Strefa euro – Indeks Ifo, Niemcy



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



## Strefa euro – stopy procentowe w USA i strefie euro



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

wybuchu wojny na Ukrainie. Czynnikiem hamującym mogą być dodatkowo realne stopy procentowe - zjawisko dość niezwykle dla rezydentów unii walutowej na przestrzeni ostatnich dwóch dekad, które zachęcają do oszczędzania.

Niewiele lepiej wygląda sytuacja w przemyśle strefy euro, gdzie odbicie jest ciągle utrudnione. Dodatkowo majowe dane o PMI dla strefy euro wskazują na utrzymującą się polaryzację między przemysłem a usługami. PMI dla przemysłu wzrósł do 47,4, przełamując trzymiesięczny spadek, a PMI dla usług pozostał stabilny i powyżej 50, wskazując na ożywienie. Na tym tle wciąż dość niekorzystnie wygląda sytuacja w przemyśle Niemiec, choć tam przemysłowy PMI wzrósł w maju do 45,4, a w usługach do 53,9.

Łagodny optymizm dla gospodarki Niemiec przyniósł majowy indeks Ifo, który sygnalizuje, że gospodarka Niemiec powoli wychodzi z kryzysu. Nastroje bieżące wśród firm pozostały stabilne, a oczekiwania dotyczące przyszłości są coraz lepsze. Ożywienie widać w sektorach przemysłowym, budowlanym i handlowym.

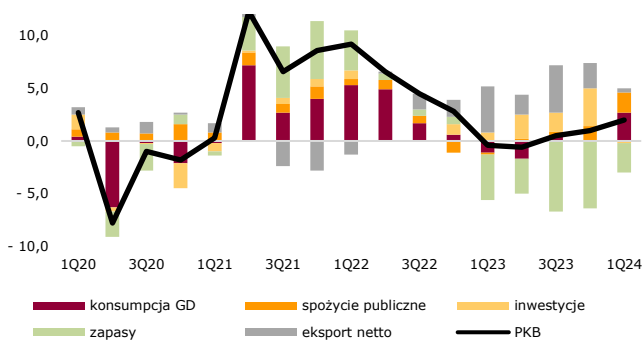
Słaby popyt sprzyjał procesowi dezinflacji w strefie euro, choć ta w ostatnim czasie także zatrzymała się. Eurostat opublikował wstępne dane dotyczące majowej inflacji HICP w strefie euro, która powróciła do poziomu z lutego (2,6% r/r) po dwóch miesiącach stabilizacji na najniższym poziomie od wielu miesięcy (2,4% r/r). Inflacja HICP zatem zahamowała zbliżanie się do celu EBC (2,0%), a odczyt był wyższy od oczekiwań. W maju w ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,2%. Na przestrzeni ostatnich miesięcy spadkowi ogólnej inflacji HICP sprzyjała dezinflacja w obszarze cen energii i żywności. W maju po raz pierwszy od wielu miesięcy ceny energii wzrosły w ujęciu r/r. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) oraz usług pozostają wciąż powyżej ogólnej inflacji HICP. Ta pierwsza miara inflacji wzrosła w maju o 0,2 p.p. do 2,9% r/r oraz o 0,4 m/m. Najbardziej uporczywa pozostaje inflacja usług z dynamiką roczną w maju na poziomie 4,1% r/r (0,6% m/m) wobec 3,7% r/r w kwietniu i stabilną 4,0% przez pięć miesięcy wcześniej.

Wobec majowego rozczarowania na inflacji HICP, której odczyt był powyżej oczekiwań, EBC zgodnie z wcześniejszą komunikacją obniżył w czerwcu stopy procentowe o 25 p.b., w tym stopę depozytową do 3,75%. Taki ruch był pierwszym po 8 miesiącach utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie. Decyzji tej towarzyszyła ostrożna retoryka, sugerująca raczej dostosowanie niż rozpoczęcie cyklu luzowania. W czerwcu opublikowana została także najnowsza projekcja makroekonomiczna EBC, w której prognozy zostały nieznacznie podniesione zarówno dla wzrostu gospodarczego (w 2024 z 0,6% do 0,9%), jak i inflacji HICP (w 2024 średnio z 2,3% do 2,5%). Uwzględniając tę decyzję, rynek przewiduje 2-3 obniżki stóp procentowych po 25 p.b. do końca roku, co sugeruje spowolnienie tempa luzowania.

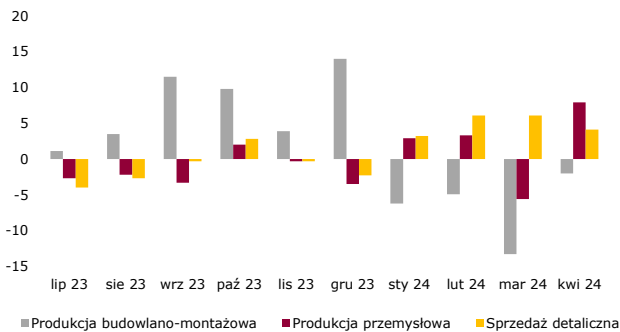
## Polska

PKB Polski wzrósł w 1Q'24 o 2,0% r/r, nieznacznie przewyższając oczekiwania. Wzrost konsumpcji prywatnej był silny, przy czym inwestycje spadły, szczególnie z powodu zmniejszenia wydatków unijnych. W przemyśle początek 2Q'24 był pozytywny, przy czym majowy wskaźnik PMI nadal kreśli negatywny obraz. W budownictwie i sprzedaży detalicznej odnotowano różne trendy, z dobrym początkiem 2Q'24 dla budownictwa. Pomimo osłabienia dynamiki płać i wzrostu inflacji konsument pozostał silny, ale ze zwiększoną skłonnością do oszczędzania. Choć inflacja wzrosła mniej od

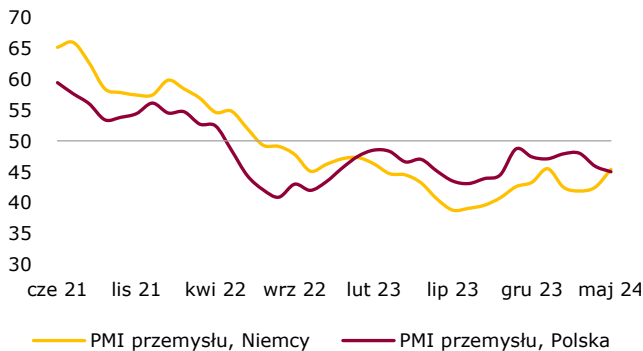
## Polska – PKB (% r/r, realnie) i kompozycja (p.p)



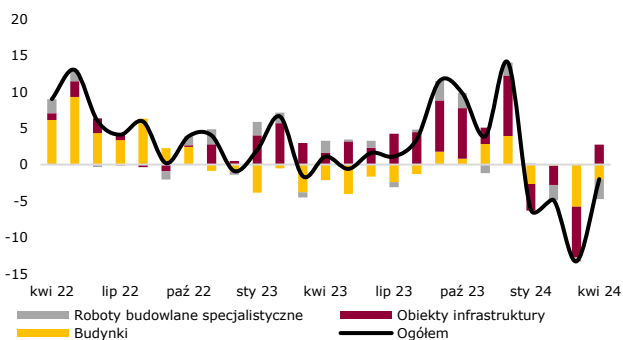
## Polska – dynamika głównych danych (% r/r, ceny stałe)



## Polska – PMI w przemyśle



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

oczekiwać, a inflacja bazowa obniżyła się dalej, to RPP zajmuje konserwatywne stanowisko dotyczące polityki monetarnej. Pierwsze obniżki dopiero w 2025.

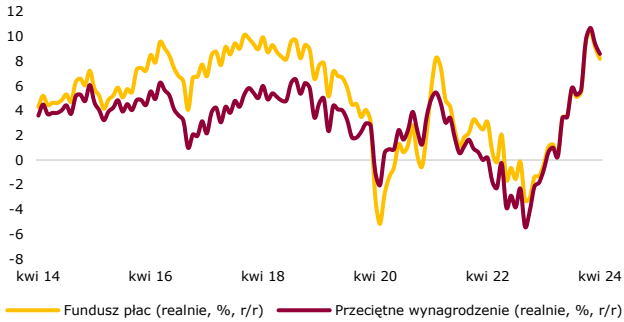
PKB Polski wzrósł w 1Q'24 o 2,0% r/r, trochę przekraczając oczekiwania rynkowe. Choć mocniejszy niż w 4Q'23 (1,0% r/r), wynik ten jest nieco niższy od wcześniejszych prognoz. Głównym motorem wzrostu w 1Q'24 była konsumpcja gospodarstw domowych, rosnąc o solidne 4,6% r/r i 2,1% k/k po wyrównaniu sezonowym. Bardzo rozczarowały nakłady na inwestycje, które spadły o -1,8% r/r i -3,0% k/k po wyrównaniu sezonowym. Główną przyczyną spadku inwestycji było zmniejszenie wydatków unijnych. Konsumpcja publiczna wspierała wzrost. Po okresie bardzo silnych zaburzeń „pandemicznych” i „wojennych” coraz wyraźniejsza jest normalizacja kontrybucji zasobów i eksportu netto do rocznej dynamiki PKB. W całym 2024 prognozujemy umiarkowany wzrost PKB, przekraczający nieznacznie 3%, z ożywieniem w inwestycjach i popycie zagranicznym w drugiej połowie roku. Jednak restrykcyjna polityka monetarna może hamować gospodarkę.

Kwietniowe dane z przemysłu zaskoczyły pozytywnie. Aktywność wzrosła o 7,9% r/r, przewyższając nasze oczekiwania oraz konsensus rynkowy. Poprzednio w marcu odnotowano spadek o 5,6% r/r, który można tłumaczyć mniejszą liczbą dni roboczych i ewentualnym wpływem wcześniejszej Wielkanocy, co mogło przelożyć się na dodatkowe redukcje wymiaru czasu pracy, a także większe przestoje wykorzystywane na remonty. Początek 2Q'24 wygląda obiecująco po stronie przemysłu. Jednakże majowy PMI dla polskiego sektora wytwórczego nakreśla trudności w perspektywach koniunktury. Był to kolejny niepokojący spadek PMI. Indeks obniżył się do 45 z 45,9 w kwietniu, osiągając najniższy poziom od października ubiegłego roku. To już 25. miesiąc z rzędu, gdy indeks pozostaje poniżej 50, co oznacza kurczenie się sektora. Negatywny obraz danych łagodzią pozytywne oczekiwania na przyszłość. Dodatkowo dekonunktura utrzymuje niską presję cenową, choć w maju ceny produktów i koszty zakupu surowców nieznacznie wzrosły. Kwietniowy wskaźnik cen PPI potwierdza poprawę sytuacji, ale jego dynamika roczna nadal jest ujemna. Ceny w produkcji przemysłowej spadły o -8,6% r/r, po -9,9% r/r w marcu (po rewizji). Jest to już 10. miesiąc spadków cen. Te dane kontynuują obraz słabszego ożywienia gospodarczego, ale także hamowanie inflacji konsumenckiej, choć ta jeszcze się zwiększy w nadchodzących miesiącach wskutek wychodzenia z tarczy antyinflacyjnej.

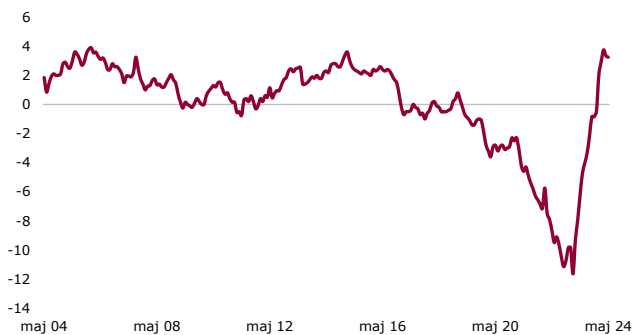
Nieco lepiej wyglądał początek 2Q'24 w budownictwie, które zaskoczyło pozytywnie. W kwietniu aktywność w tym sektorze spadła o 2,0% r/r, co było lepszym wynikiem od oczekiwań, a po uwzględnieniu sezonowości, produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 2,3% m/m. To pozytywny początek drugiego kwartału dla budownictwa.

Sprzedaż detaliczna w kwietniu wyraźnie rozczarowała. Sprzedaż w cenach stałych wzrosła o 4,1% r/r, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu o 5,4% r/r. Po uwzględnieniu czynników sezonowych odnotowano spadek o 3,5% m/m. Rozczarowanie mogło wynikać ze spadków w kategorii żywności, napoje i wyroby tytoniowych o 6,8% r/r, co mogło być pochodną wpływu świąt wielkanocnych (zakupy świąteczne przypadły w tym roku w dużej mierze na marzec a w ubiegłym na kwiecień) oraz powrotu VAT na żywność od kwietnia. W kolejnych miesiącach słabsze nastroje konsumentów oraz zwiększona skłonność do oszczędzania mogą hamować wzrost sprzedaży detalicznej. Nastroje konsumpcyjne w maju pogorszyły się, z wyjątkiem chęci oszczędzania pieniędzy, co właśnie może oznaczać większą

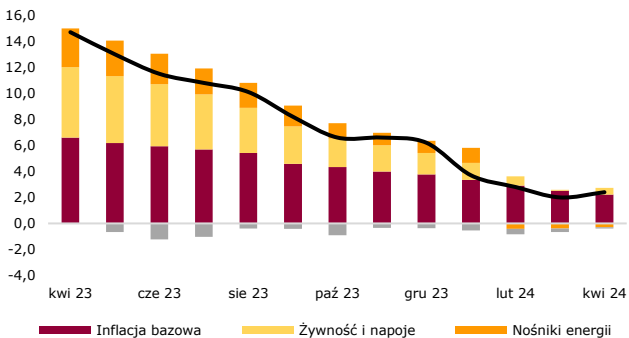
## Polska – rynek pracy (sektor przedsiębiorstw)



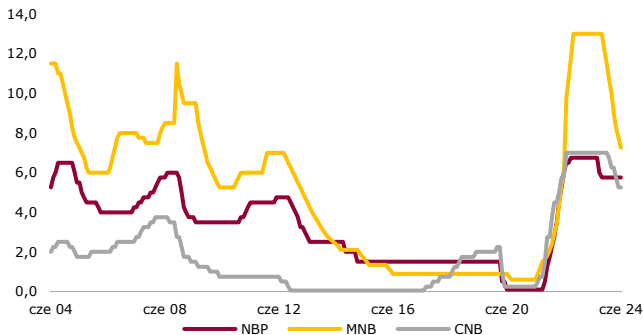
## Polska – różnica stopy NBP i inflacji CPI (p.p.)



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



## Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

ostrożność w wydatkach. Nie chcemy jednak na podstawie danych z jednego miesiąca przesądzać o zmianach w długoterminowych trendach konsumenckich.

Siła nabywczą konsumenta pozostaje stosunkowo silna, co potwierdzają, mimo pewnego rozczarowania, kwietniowe dane o rynku pracy. Kwieceniowa dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 11,3% r/r, a spadek zatrudnienia pogłębił się do -0,4% r/r. Pomimo tego wzrost płac nadal jest jednak wysoki, powyżej 10% r/r. Dodatkowo także wzrost inflacji do 2,4% r/r, przyczynił się do obniżenia realnej dynamiki funduszu wynagrodzeń do 8,3% r/r. Jest ona najsłabsza od początku 2024, niemniej jednak pozostała wyraźnie wyższa niż przeciętna w 2023. To oznacza, że siła nabywczą konsumenta pozostaje w mocy i powinna przekładać się na wyraźniejszy wzrost konsumpcji, co dodatkowo wspierają dane o stopie bezrobocia. Według wstępnych szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia w maju obniżyła się o 0,1 p.p., do 5,0% i była także o 0,1 p.p. niższa niż w rok wcześniej. W ujęciu historycznym jest to rekordowo niski poziom bezrobocia dla maja.

Wyzwaniem pozostaje inflacja. Choć w maju, według GUS, wyniosła 2,5% r/r (konsensus: 2,8% r/r), z miesięcznym wzrostem o 0,1%, to w kolejnych miesiącach będzie się powoli zwiększać wskutek wychodzenia z tarcz antyinflacyjnych. W maju ceny żywności wzrosły tylko o 0,3% m/m, podczas gdy paliwa i nośniki energii były tańsze. Warto śledzić ceny żywności w kolejnych miesiącach, ponieważ wzrost cen nie odzwierciedla jeszcze przywrócenia 5% stawki VAT na żywność. Szacujemy się, że inflacja bazowa spadła w maju do ok. 3,9% r/r (z 4,1% r/r w poprzednim miesiącu). Jednakże w kolejnych miesiącach wobec przewidywanego ożywienia konsumpcji i silnego rynku pracy, dalsza redukcja inflacji bazowej będzie trudniejsza. Aktualne tempo wzrostu sugeruje, że roczna inflacja bazowa wynosi nieco powyżej 4%. Powyższe stanowi argumenty za utrzymaniem obecnych stóp procentowych przez RPP.

Czerwcowe posiedzenie RPP nie przyniosło zmian w bieżącej polityce monetarnej, która pozostaje niezmienną, utrzymując główną stopę NBP na poziomie 5,75%. Stabilna pozostaje także retoryka RPP, zwłaszcza w kontekście obecnej ścieżki inflacji, która jest niższa niż oczekiwano. Nadal obowiązuje scenariusz stabilizacji stóp procentowych do końca 2024 roku. To konserwatywne stanowisko w kwestii polityki monetarnej także nadal wyrażał prezes NBP podczas czerwcowej konferencji, a nawet zaostrzył swoją retorykę. Wzmocnił się jastrzębi ton, sugerując niskie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w 2024 roku, szczególnie przy założeniu zmian cen energii. Prezes nie wykluczył także scenariusza podwyżek stóp procentowych, choć jest on bardzo mało prawdopodobny. Skoncentrował się na ryzykach związanych z presją płacową oraz wycofaniem tarczy antyinflacyjnej, widząc ewentualne obniżki dopiero w 2025 roku. Pominięte jednocześnie zostały pozytywne zaskoczenia inflacyjne w 2024 roku. Ta retoryka odpowiada scenariuszowi stabilizacji stóp procentowych do końca 2024 roku. Przewidujemy, że cykl luzowania polityki monetarnej będzie powolny i rozpocznie się na początku 2025 roku.



## Prognoza makroekonomiczna z dnia 15-03-2024

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P	2024P	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,4	- 0,6	0,5	1,0	2,0	2,6	3,3	4,1
Inwestycje (realnie, %, r/r)	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,3	2,3	7,5
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	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	2,0	3,6	5,8	3,0
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	17,0	13,1	9,7	6,5	2,9	3,0	3,9	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% , r/r)	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	10,7	11,2	8,5
<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	5,43	5,37	5,18	4,68

Dane historyczne dot. rachunków narodowych skorygowane o aktualizację szacunku PKB opublikowaną przez GUS 18.04.2024

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

	maj 23	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 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>	-3,4	-5,6	7,9	<b>-0,6</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				1,6	
<b>Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)</b>	-0,6	-13,3	-2,0	<b>-5,1</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				-3,8	
<b>Sprzedaż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)</b>	-6,8	6,1	4,1	<b>5,5</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,9	
<b>Inflacja konsumencka (% , r/r)</b>	13,0	2,0	2,4	<b>2,9</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				2,8	
<b>Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% , r/r)</b>	11,5	4,6	4,1	<b>4,0</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,0	
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	5,1	5,3	5,1	<b>4,9</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,0	
<b>Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)</b>	0,4	-0,2	-0,4	<b>-0,4</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,4	
<b>Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)</b>	12,2	12,0	11,3	<b>10,7</b>	
<i>konsensus Parkiet</i>				11,6	
<b>Eksport towarów (% , r/r, EUR)</b>	4,3	5,5	<b>3,6</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			5,0		
<b>Import towarów (% , r/r, EUR)</b>	-5,0	5,7	<b>2,2</b>		
<i>konsensus Parkiet</i>			4,1		

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.



## OSTROŻNE GOŁĘBIE

Makrowizjer