



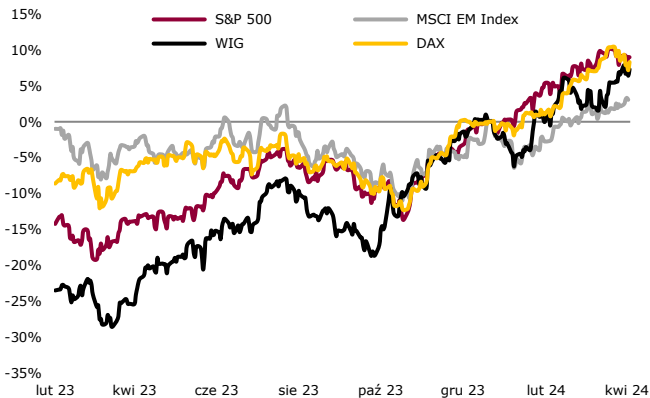
”

WYRAŹNIEJSZE OZNAKI WIOSNY

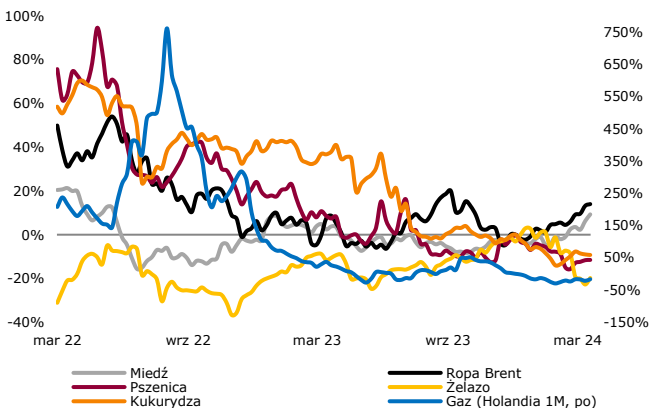
Makrowizjer

- ✓ Giełdy akcji z nowymi rekordami
- ✓ EBC bliżej obniżek stóp niż Fed
- ✓ W Polsce wyraźniejsze oznaki ożywienia konsumenta

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

Na giełdach akcji z początkiem 2024 trwa hossa. Dla amerykańskiego SP500 marzec był piątym z rzędu wzrostowym miesiącem, w trakcie którego indeks odnotował (po raz kolejny w tym roku) rekordowe poziomy. Pierwsze dni kwietnia przyniosły co prawda korektę, ale ma ona póki co płaski kształt. Tegoroczne wzrosty są dość szeroko rozlane po różnych sektorach, ze szczególnie silnymi spółkami technologicznymi. Z kolei w ostatnich tygodniach pozytywnie wyróżniają się firmy energetyczne korzystające na ostatnich zwyczajach cen ropy. SP500 od początku roku zyskuje już ok. 9%. Równie dobrze radzą sobie giełdy europejskie. Niemiecki DAX w marcu także po raz kolejny wyznaczył nowe rekordy, a w ujęciu YTD rośnie o ok. 8%. Eurostoxx w takim ujęciu zyskuje ok. 11%. Na Starym Kontynencie szczególnie dobrze wygląda sektor bankowy, który korzysta m.in. z ostatnio przesuniętych oczekiwań w kierunku mniejszej skali obniżek stóp procentowych EBC w 2024, co powinno wspierać wynik odsetkowy banków. Warszawski parkiet, w ujęciu globalnym wyróżniający się pozytywnie w 2023, w tym roku złapał, jak się obecnie wydaje, raczej przejściową zadyszkę. Ostatnio odrabia zaległości do globalnych benchmarków i WIG zyskuje już ok. 7% YTD. Akcje emerging markets niezmiennie wyglądają relatywnie słabo – indeks MSCI EM w tym roku rośnie o ok. 3% YTD. Na bazowych rynkach długu na przestrzeni ostatnich kilku tygodni zaznaczyło się poszerzenie spreadu pomiędzy Treasuries i Bundami, zarówno na długim, jak i krótkim końcu, co oddaje oczekiwania na mniej restrykcyjną politykę EBC niż Fed. Rentowności Bondów są od kilku tygodni w ruchu bocznym, a Treasuries pozostają we wzrostowym w 2024. Na krajowym rynku długu od początku roku utrzymują się tendencje wzrostowe rentowności obligacji 10-letnich. Rentowności 2-latek również rosły na przestrzeni marca, ale umiarkowanie.

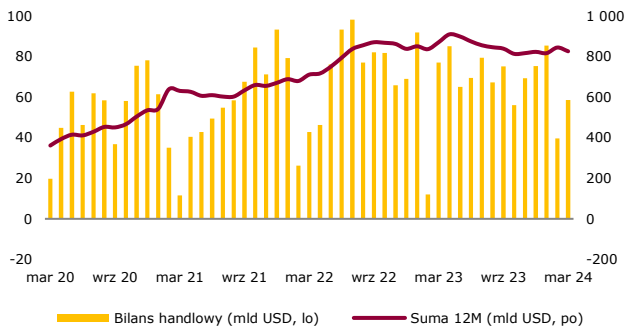
Surowce

Ostatnie kilka tygodni przyniosło wyraźniejsze odbicie indeksu surowcowego Bloomberg Commodity (BCI), głównie za sprawą wzrostów cen ropy. BCI w ujęciu YTD zyskuje przeszło 4%. W tle przewija się także aprecjacja złota czy też ważniejszych metali przemysłowych, jak miedź, aluminium oraz nikiel, co generalnie koresponduje z sygnałami ożywienia w globalnym przemyśle.

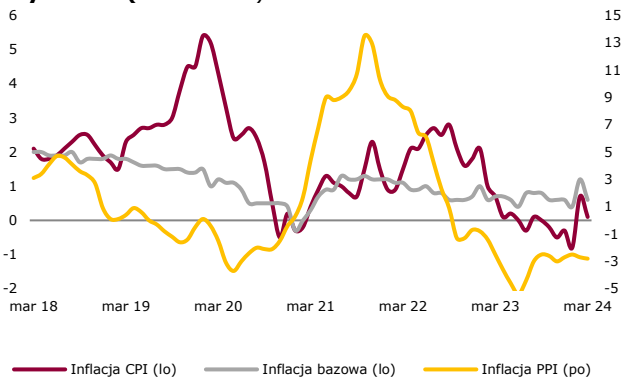
Ropa Brent od początku roku drożeje o ponad 17%. Przyczyny leżą zarówno po stronie popytowej (m.in. ożywienie w Chinach), jak i podażowej (ograniczenia po stronie dostaw OPEC+, czy też trwające konflikty: na Bliskim Wschodzie i na Ukrainie). Patrząc w szerszej perspektywie osiągnięty na początku kwietnia poziom 90 USD za baryłkę oznacza zbliżenie się do maksimum z 2023 roku na poziomie ok. 96 USD, wyznaczonego we wrześniu ub. roku.

Indeks FAO obrazujący ceny koszyka produktów rolnych w marcu wzrósł w ujęciu m/m po raz pierwszy od lipca'23. W ujęciu r/r wciąż notuje spadki (-7,7%), ale kończy się okres 12 miesięcy z rzędu z dwucyfrową ujemną dynamiką r/r, co podkreśla wytracanie impetu spadkowego cen w tym obszarze.

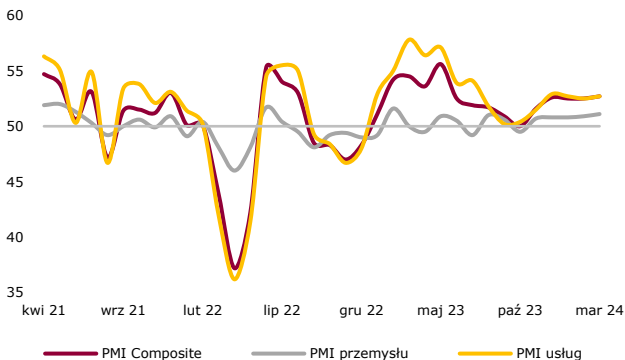
Chiny – Bilans handlowy



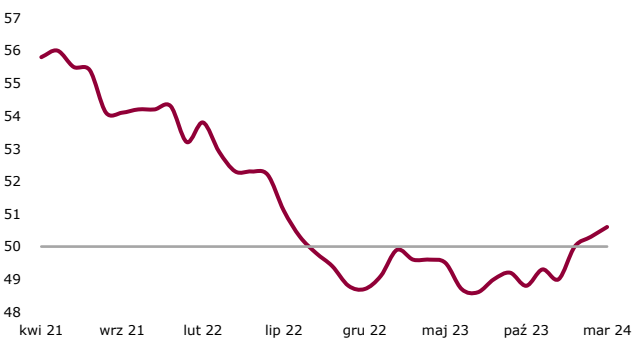
Chiny – PMI (S&P Global)



Chiny – PMI (S&P Global)



PMI – przemysł globalny



Chiny

Wiele wskazuje na to, że początek roku w gospodarce Państwa Środka był względnie udany. Sprzedaż detaliczna w okresie styczeń-luty rosła w przyzwoitym tempie 5,5% r/r w cenach bieżących. Produkcja przemysłowa z kolei w adekwatnym przedziale czasowym odnotowała dynamikę 7% r/r. Można zatem uznać, że w twardych danych pojawiło się potwierdzenie umiarkowanego ożywienia konsumenta i wyraźniejszego w obszarze przemysłu. W bilansie handlowym znajdujemy sugestię, że popyt zewnętrzny, po schłodzeniu w 2023, ponownie zaczyna wyraźniej wspierać gospodarkę chińską. Eksport oraz import towarów w okresie styczeń-marzec rosły po 1,5% r/r. Saldo w ujęciu dwunastomiesięcznej sumy w lutym wzrosło powyżej 840 mld USD, po raz pierwszy od września ub. roku. Łączna nadwyżka za 1Q'24 wyniosła ok. 184 mld USD i była najwyższa w historii w tym okresie. Poza tym lekko pozytywnie zaskoczyło przyspieszenie inwestycji w aglomeracjach miejskich, które rosły w okresie styczeń-luty o 4,2% r/r wobec 3% w całym 2023. Niezmiennie słabo natomiast wygląda rynek nieruchomości mieszkaniowych, z utrzymującymi się spadkami cen mieszkań, rozpoczętych budów oraz sprzedanej powierzchni.

Z początkiem roku zarysowuje się zatem obraz lekkiego przyspieszenia ożywienia gospodarczego w Chinach. Dość mocno wygląda póki co przemysł wspierany popytem zewnętrznym. Tu prawdopodobnie spore znaczenie ma konkurencyjność cenowa. Wskaźnik cen producentów PPI jak dotąd kontynuuje niesamowitą passę już 17 z rzędu miesięcy ujemnej rocznej dynamiki. W lutym jego odczyt to -2,7% r/r. Popyt krajowy daje gdzieś tam lepsze sygnały (konsument), ale jest wciąż pod presją kryzysu na rynku nieruchomości. W inflacji konsumenckiej luty przyniósł wyjście z deflacyjnych terytoriów i wskaźnik CPI podniósł się z -0,8% r/r do 0,7% r/r. Przy czym w marcu wskaźnik ponownie się obniżył, do 0,1% r/r. Dane podkreślają brak równowagi między popytem (słabszy) i podażą (mocna). W marcu całkiem dobrze wyglądały wskaźniki koniunktury PMI. Indeks dla przemysłu 5 miesiąc z rzędu przebywał powyżej poziomu 50, a dodatkowo po wzroście do 51,1, znalazł się najwyższej od lutego'23. Nieznacznie, z 52,5 do 52,7, zwiększył PMI usług – w tym sektorze ożywienie trwa nieprzerwanie od początku 2023. Jakkolwiek sytuacja wygląda całkiem dobrze na pierwszy rzut oka, to firmy czują pewną dozę niepewności, a na presję cenową reagują optymalizacją kosztową i redukcją zatrudnienia.

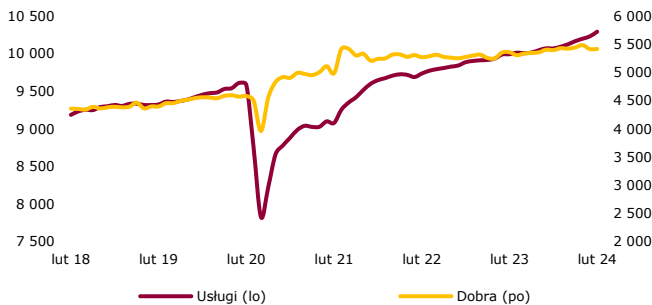
USA

Amerykański przemysł dołącza do chińskiego i daje coraz wyraźniejsze sygnały ożywienia, co składa się na poprawę koniunktury w sektorze w ujęciu globalnym. Po słabszym początku roku, konsumenci w Stanach Zjednoczonych w lutym pokazują nieco więcej werwy, w czym pomaga im wciąż względnie dobra sytuacja na rynku pracy. Wszystko powyższe odbywa się w otoczeniu stabilizacji inflacji, ale na podwyższonym poziomie. Z Fed płyną sygnały, że taki stan rzeczy obecnie jest jeszcze akceptowalny i umiarkowane obniżki stóp procentowych w USA to wciąż scenariusz bazowy na ten rok, choć jego realizacja odsuwa się raczej na okres powakacyjny.

Produkcja przemysłowa po słabym styczniu (-0,4% m/m wyr. sez.) w lutym odnotowała lekkie odbicie (0,1% m/m wyr. sez.). W samym przetwórstwie przemysłowym luty przyniósł wzrost sprzedaży o 0,8% m/m wyr. sez. po wcześniejszym spadku o 1,1%. Poza tym dość solidnie wyglądają zamówienia na dobra trwałe, które po wyłączeniu środków

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

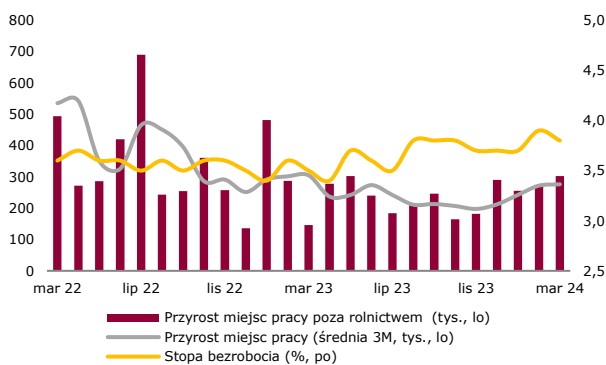
USA – Wydatki Amerykanów (realnie, mld USD, ceny 2012, SAAR)



transportu (w tym dużych zamówień na samoloty) rosły w lutym o 1,1% m/m wyr. sez. Coraz wyraźniejsze sygnały odbicia w amerykańskim przemyśle dają wskaźniki koniunktury. W marcu po raz pierwszy od października'22 obydwa indeksy PMI zarówno ten od S&P Global, jak i od ISM, znalazły się powyżej poziomu 50, co zwiastuje ożywienie w sektorze.

Styczeń'24 przyniósł spadek wydatków konsumentów o 0,2% m/m wyr. sez. ze znacznym obniżeniem zakupów w obszarze dóbr (-1,3%) i jednoczesnym całkiem solidnym wzrostem w usługach (0,3%). W lutym wydatki już obdoby i rosły o 0,4% m/m wyr. sez. przy nieznacznym udziale dóbr (0,1%) i dominującym usług (0,6% m/m). Per saldo zarysowuje się wstępnie obraz umiarkowanego schłodzenia konsumpcji w 1Q'24 wobec mocnej drugiej połowy 2023.

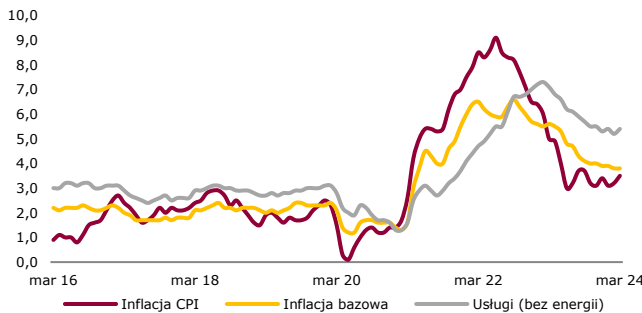
USA – rynek pracy



Patrząc na sytuację na rynku pracy widać, że konsumenci cały czas mogą czuć komfort, jeśli chodzi o stabilność zatrudnienia. Stopa bezrobocia w marcu obniżyła się do 3,8% z 3,9% miesiąc wcześniej i to nawet przy wzroście aktywności zawodowej. Dynamika płac pozostaje, jak na USA, podwyższona i wynosi 4,1% r/r. Przyrost miejsc pracy w przedsiębiorstwach w marcu to 303 tys., a średnia za ostatnie 3 m-ce to ok. 276 tys. Odczyty wskazują na wzrost popytu na pracę na początku 2024.

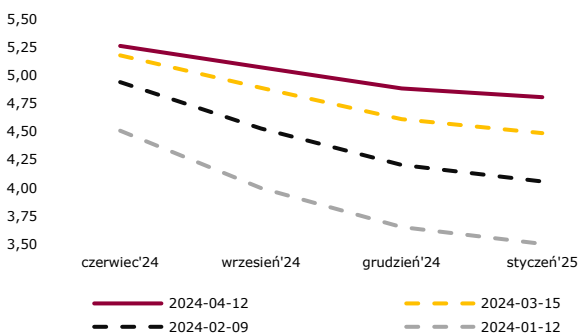
W otoczeniu mocnego rynku pracy tym bardziej niekorzystną wiadomością jest stabilizacja CPI powyżej 3% r/r. W marcu wskaźnik wzrósł z 3,2% r/r do 3,5% r/r. Inflacja bazowa (bez energii i żywności) utrzymała się na 3,8% r/r, a w ujęciu m/m rosły o 5,4% r/r wobec 5,2% r/r w lutym. Wyceny rynkowe dot. ścieżki stóp w 2024 po trzecim z rzędu wyższym od oczekiwań odczycie inflacyjnym przesunęły się ponownie w górę i wskazują na rosnące prawdopodobieństwo odsunięcia obniżek stóp procentowych z czerwca/lipca na wrzesień.

USA – Inflacja CPI, USA (% r/r)



Wyższe od oczekiwań dane inflacyjne z 1Q'24 w połączeniu z wciąż solidnymi wynikami gospodarki mogą wzbudzać niepokój, czy obecny poziom stóp jest odpowiedni, aby sprowadzić inflację w USA do celu (2%). Ale w Fed jak dotąd utrzymuje się przekonanie, że warunki finansowania są wystarczająco restrykcyjne do ustabilizowania inflacji. W marcu stopy procentowe zostały utrzymane bez zmian. Co więcej wydaje się, że w FOMC jest coraz więcej pewności co scenariusza doprowadzenia inflacji do celu bez uszczerbku dla tempa wzrostu gospodarczego. Jednocześnie coraz wyraźniej zarysowuje się akceptacja podwyższonej inflacji jeszcze przez jakiś czas. W najnowszych projekcjach FOMC inflacja PCE zbliża się wyraźniej do celu dopiero z końcem 2025 (2,1%) i osiąga go dopiero w 2026. Pomimo to zakładane jest rozpoczęcie obniżek stóp już w 2024, a ich oczekiwana przez członków FOMC skala to 50-75 p.b. PKB wg marcowej projekcji w całym tym okresie ma natomiast rosnąć w tempie ok. 2%, przy stopie bezrobocia stabilizującej się na niskim poziomie, ok. 4%.

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

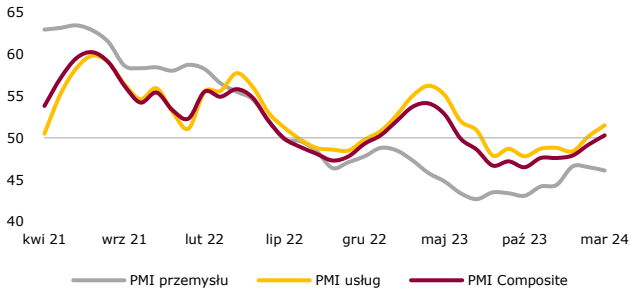


Europa

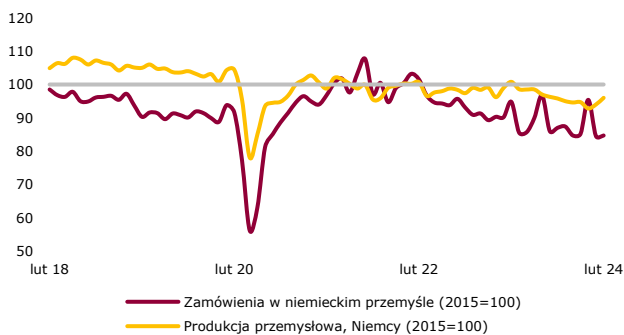
W twardych danych z pierwszych miesięcy 2024 nie widać jeszcze zbyt wyraźnego wyjścia gospodarki strefy euro ze stagnacji. Ale gdzieś tam można się dopatrzeć wczesnych sygnałów poprawy koniunktury. Tak jest zarówno po stronie konsumenta jak i w przemyśle. W tym drugim przypadku pewne przebłyski odbicia pojawiają się w Niemczech, przy czym wskaźniki wyprzedzające póki co temperują ewentualny optymizm. Nieco mocniej na początku roku wyglądają usługi, co sprawia, że wciąż relatywnie lepiej prezentują się perspektywy gospodarek południa. Presja

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

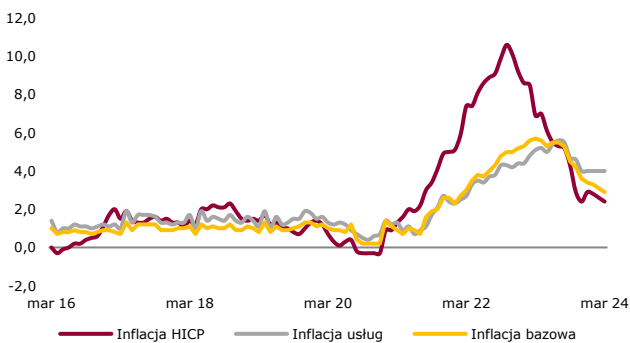
Strefa euro – PMI (S&P Global)



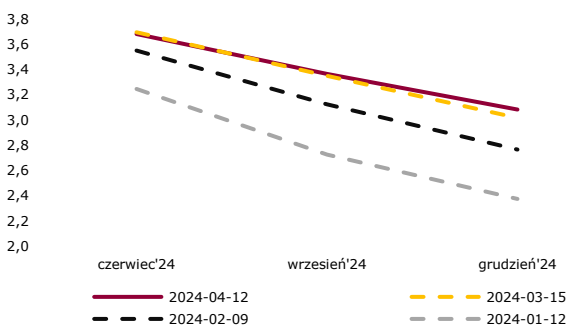
Niemcy – produkcja przemysłowa i nowe zamówienia (ceny stałe, wyr. sez.)



Strefa euro – inflacja konsumencka (% r/r)



Strefa euro – wycena stopy depozytowej EBC (%) w czasie



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

inflacyjna, odwrótnie do tendencji obserwowanych w USA, w marcu obniżyła się. EBC zatem dostał dodatkowe argumenty za rozpoczęciem luzowania polityki monetarnej, które w ocenie członków banku może rozpocząć się w czerwcu.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro w lutym zaliczyła spadek na poziomie 0,5% m/m wyr. sez. Odczyt został ściągnięty przez bardzo słaby wynik w Niemczech (-1,9%). W perspektywie kilku miesięcy do tej pory można było mówić o stabilizacji poziomu sprzedaży po wcześniejszych spadkach, ale lutowy odczyt nieco psuje ten obraz. Pewne ożywienie konsumenta widać natomiast w obszarze automotive – rejestracje nowych aut osobowych w okresie styczeń-luty rosły w strefie euro średnio o ok. 11% r/r. Tu zarysowuje się poprawa po słabszej końcówce ub. roku. Patrząc na wskaźniki koniunktury, można też postawić tezę, że prawdopodobnie umacnia się również popyt w obszarze usług.

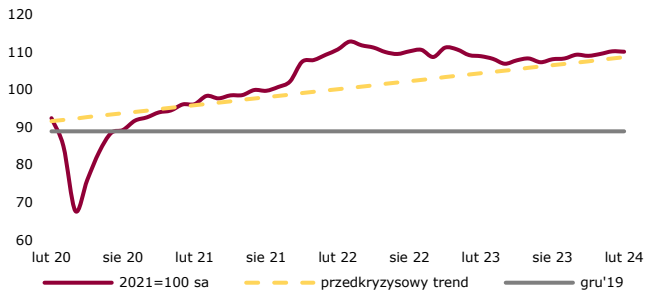
W przemyśle warto odnotować drugi miesiąc z rzędu wyraźniejszego odbicia przetwórstwa w Niemczech, w styczniu o 1,4% m/m wyr. sez., a w lutym 1,8% m/m wyr. sez. Generalnie w lutym w każdej z czterech największych gospodarek odnotowany został wyraźny wzrost w przetwórstwie w relacji do stycznia. Otwartym pozostaje pytanie, czy zamarkowane odbicie będzie trwalsze. Póki co w danych o zamówieniach w niemieckim przemyśle z początkiem roku nie widać zwiększonych wolumenów, a po wyłączeniu lotnictwa nawet jest nieco gorzej.

Dość słabo wyglądają też wskaźniki PMI dla przemysłu. Dla całej strefy euro w marcu odnotowany został słaby odczyt na poziomie 46,1. Gorszy niż w lutym (46,5) i sugerujący, że sektor pozostaje w dekoniunkturze. Lepiej wygląda sytuacja w Hiszpanii i Włoszech (PMI powyżej 50), a gorzej w Niemczech i Francji. Wg marcowych odczytów PMI umacnia się natomiast ożywienie w usługach. PMI dla tego sektora wzrósł z 50,2 do 51,5. Powyżej 50 jest w Hiszpanii (56,1), we Włoszech (54,6) oraz w Niemczech (50,1), poniżej 50 jeszcze we Francji (48,3). Na początku 2024 nadal obserwujemy sygnały podtrzymania dywergencji obowiązującej w 2023, kiedy to lepiej radziły sobie gospodarki południa, a gorzej te bardziej rozwinięte.

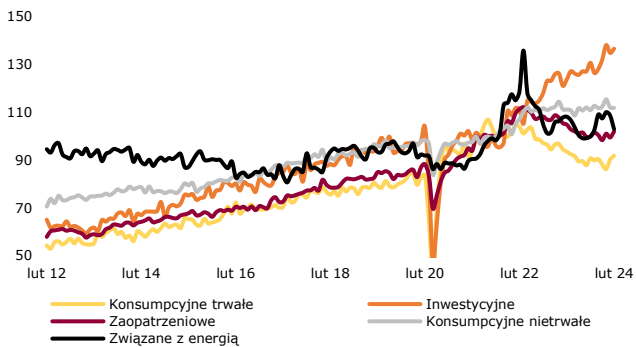
Inflacja w strefie euro w okresie styczeń – luty zaskakiwała, podobnie jak w USA, lekko negatywnie – była wyższa od oczekiwań. Marzec przyniósł już względnie uspokajające odczyty, bardziej spójne z obserwowanym relatywnie słabym popytem w gospodarkach europejskich. Szeroki wskaźnik HICP dla strefy euro obniżył się z 2,6% r/r do 2,4% r/r, przy inflacji bazowej hamującej z 3,1% r/r do 2,9% r/r. Zmiany miesięczne po wyrównaniu sezonowym były niemal spójne z tempem rocznym dla jednej i drugiej miary. A zatem w celu (2%) dla szerokiej inflacji i jeszcze nieco za wysoko dla inflacji bazowej. Głównym obszarem, który może budzić jeszcze niepokój są usługi, gdzie roczna inflacja stabilizuje się w okolicy 4% r/r.

Na kwietniowym posiedzeniu EBC stopy procentowe zostały utrzymane na dotychczasowym poziomie, w tym stopa depozytowa na 4%. Jednocześnie z komunikacji banku wynika, że jeśli w danych (głównie inflacyjnych) nie pojawią się niespodzianki, to w czerwcu można oczekiwać pierwszego cięcia stóp o 25 p.b. Rynek dzień po kwietniowym posiedzeniu banku wycenia prawdopodobieństwo takiego ruchu na przeszło 90%. Kluczowe argumenty przeciw to: wciąż wysoka inflacja usług, silny rynek pracy oraz ryzyko osłabienia euro (Fed na razie się raczej wstrzyma z obniżkami stóp). C. Lagarde prezes EBC dała jednak do zrozumienia, że EBC nie będzie się oglądała na ścieżkę stóp Fed, jeśli uzyska pewność, że inflacja w strefie euro wraca do celu.

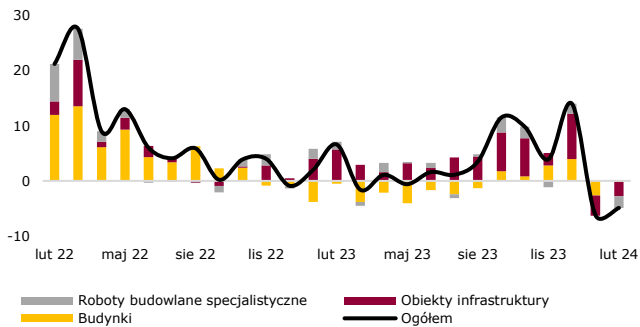
Polska – produkcja przemysłowa (2021=100, wyr. sez., ceny stałe)



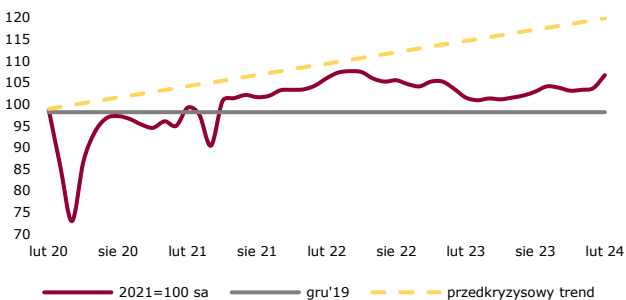
Polska – grupowania przemysłowe (2021=100, wyr. sez., ceny stałe)



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



Polska – Sprzedaż detaliczna (2021=100, wyr. sez., ceny stałe)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Polska

Krajowa gospodarka w 1Q'24 pozostaje na torze umiarkowanego ożywienia. Nieco wyraźniej zaakcentowane zostało po stronie popytu konsumpcyjnego, schodzi natomiast powietrze z bardzo silnego w 2023 popytu inwestycyjnego. Dotychczasowe twarde dane wspierają naszą prognozę dynamiki PKB nieco powyżej 2% r/r w 1 kwartale. Po stronie inflacji obserwujemy kontynuację pozytywnych niespodzianek obserwowanych w ostatnich miesiącach, co zostało podkreślone przez marcowy odczyt CPI na poziomie 1,9% r/r, a więc najniższym od 2019. Dobrze nadal wygląda rynek pracy. RPP, spodziewając się odbicia inflacji w dalszej części roku, nie zamierza jednak w najbliższych miesiącach zmieniać poziomu stóp procentowych. Gospodarstwa domowe w otoczeniu dodatnich realnie stóp procentowych i rekordowej realnej dynamiki płac są w bardziej komfortowej sytuacji, w której widać przestrzeń zarówno do większych wydatków, jak i odbudowy oszczędności.

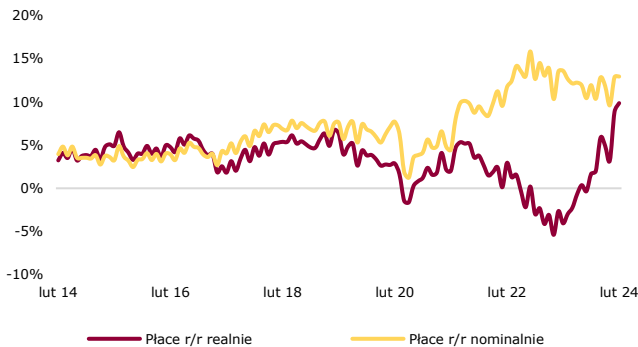
Produkcja przemysłowa w styczniu rosła o 2,9% r/r, a w lutym o 3,3% r/r. W marcu odczyt będzie już pod presją niekorzystnego układu dni roboczych i spodziewamy się ujemnej dynamiki r/r. Co nie zmienia faktu, że pomimo wciąż niekorzystnego otoczenia, w tym umiarkowanego ożywienia krajowego konsumenta i słabego popytu zagranicznego, krajowy przemysł radzi sobie całkiem nieźle. W lutym pojawiły się obiecujące sygnały w nowych zamówieniach. W strukturze zwracamy uwagę na wstępne sygnały przełamania negatywnych tendencji w produkcji dóbr trwałych i zaopatrzeniowych. Jest to spójne z wchodzeniem krajowej gospodarki w fazę szerszego ożywienia.

Bardzo słaby początek roku ma budownictwo. W styczniu produkcja budowlano-montażowa odnotowała spadek o 6,2% r/r, a w lutym o 4,9% r/r. W odniesieniu do 2023 szczególnie duże spadki obserwowane są w obszarze infrastruktury. Poprzedni rok jednak ustawił wysoko poprzeczkę ze względu na finiszowanie wydatkowania z poprzedniej perspektywy budżetu unijnego. Pewne symptomy odbicia można zaobserwować we wznoszeniu budynków, w dużej mierze dzięki coraz wyraźniejszym sygnałom odbicia w „mieszkańców”.

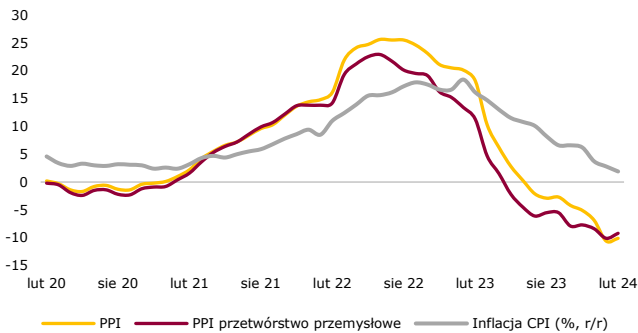
Sprzedaż detaliczna w lutym wyraźniej przyspieszyła wzrosty, z 3,7% r/r w styczniu do 6,7% r/r. Nadal mocno wygląda obszar motoryzacji. Wstępne sygnały przełamania negatywnych tendencji zarysowują się w sprzedaży związanej z wyposażeniem mieszkań. Więcej wydatków w obszarze tzw. dóbr dyskrejonalnych traktujemy jako przejaw rosnącej pewności konsumenta. Co zresztą znajduje odzwierciedlenie w badaniach nastrojów GUS czy też KE.

Konsumenci niezmiennie są wspierani przez korzystną sytuację na rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu wyniosła 5,3%, a więc była 0,1 p.p. niższa m/m oraz r/r. Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w lutym wyniosła 12,9% r/r wobec 12,8% r/r w styczniu oraz średnio 11,5% r/r w 4Q'23. W ujęciu realnym płace w lutym rosły w imponującym, historycznie rekordowym tempie, blisko 10% r/r. W marcu ten rekord ma szansę zostać ponownie pobity, głównie ze względu na znacznie niższy odczyt inflacji, ale też wobec spodziewanego przez nas ponad 12-procentowego wzrostu płac nominalnych. W dalszej części roku realny wzrost płac naszym zdaniem będzie się jednak normalizował, zarówno na skutek hamowania ich nominalnego wzrostu, jak i spodziewanego odbicia inflacji. Tym niemniej pozostanie wyraźnie dodatni, co powinno wspierać odbicie konsumpcji oraz odbudowę oszczędności.

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



Polska – inflacja CPI i PPI, Polska (% r/r)



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



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Inflacja konsumencka w marcu zeszła do poziomu 1,9% r/r z 2,8% r/r w lutym i tym samym jest najniższa od równo 5 lat. Ostatni raz takie poziomy CPI w Polsce były widziane na rok przed wybuchem pandemii. Aż tak niskie odczyty inflacji na początku roku to jednak w znacznej mierze zasługa utrzymywania tarcz antyinflacyjnych w obrębie żywności i cen nośników energii. Te pierwsze zostały wycofane z końcem marca. Póki co przywrócenie 5-procentowego VAT-u na żywność (w wybranych obszarach) ma umiarkowane przełożenie na wzrost cen detalicznych, czemu sprzyjają trwające już od jakiegoś czasu spadkowe tendencje cen hurtowych.

Inflacja CPI w kolejnych miesiącach odbije. Tym niemniej naszym zdaniem jest spora szansa, że wskaźnik CPI pozostanie w obrębie celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.) do końca pierwszej połowy 2024. Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) powinna w tym czasie dryfować z okolic 4,6% r/r w marcu w kierunku 4% r/r. Potem odradzający się popyt oraz zapowiadane przez rząd stopniowe odchodzenie od osłon inflacyjnych na ceny energii sprawią, że zobaczymy stabilizację inflacji bazowej na podwyższonym poziomie oraz powrót CPI powyżej 4% r/r.

Kwietniowe posiedzenie RPP nie przyniosło większych niespodzianek. Gremium w tym roku utrzymuje bardziej konserwatywne nastawienie do polityki monetarnej i nieformalnie komunikowana jest stabilizacja stóp procentowych przynajmniej do połowy, a ze sporą dozą pewności, aż do końca 2024. Takie nastawienie argumentowane jest spodziewanym odbiciem inflacji i wyjściem poza cel w najbliższych miesiącach. W tym kontekście zwracamy jednak uwagę na fakt, że ścieżka inflacji konsumenckiej w 1Q'24 jest niższa od tej z marcowej projekcji NBP. CPI średnio w minionym kwartale wyniosła 2,8% r/r (vs prognoza NBP 3,2% r/r), a CPI bazowa wg naszych szacunków ok. 5,4% r/r (vs 5,6% r/r). Fakt ten na razie nie przykuwa większej uwagi członków RPP, ale pokazuje ryzyko skierowane w dół dla ścieżki inflacji względem oczekiwań. I tym samym raczej przybliżyła moment rozpoczęcia obniżek stóp (naszym zdaniem w 1Q'25) niż oddala.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 15-03-2024

	1q23	2q23	3q23	4q23	1q24P	2q24P	2024P	2025P
Wzrost gospodarczy								
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
Ceny i płace								
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
Rynek pracy								
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
Stopy procentowe								
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

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

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.

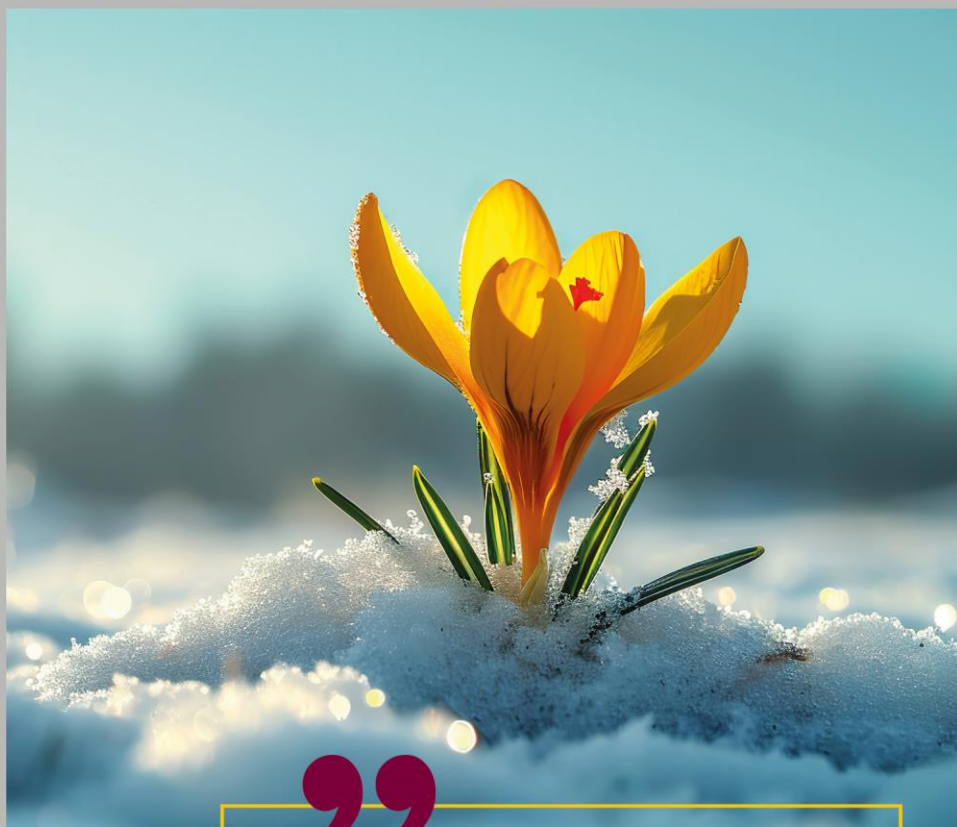
Alior Bank S.A. podjął starania aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością.

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.



”

WYRAŹNIEJSZE
OZNAKI WIOSNY

Makrowizjer