






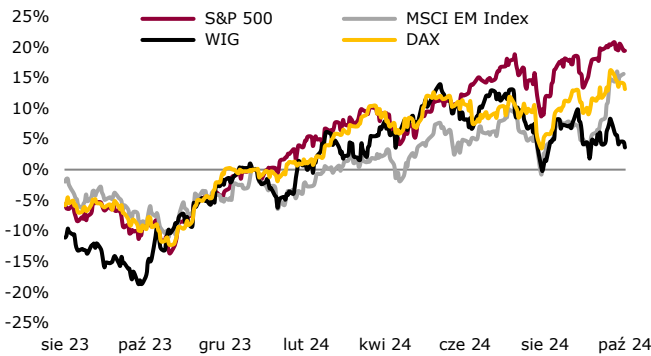
U sąsiada

słabo

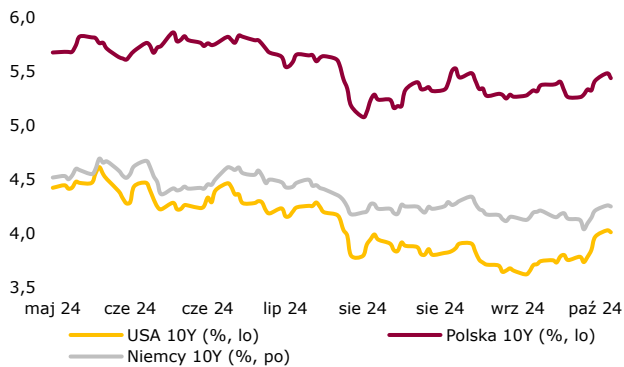
MAKROWIZJER
PAŹDZIERNIK 2024

-  Kryzys w gospodarce Niemiec, marazm w strefie euro vs ...
-  ... poprawa perspektyw USA i Chin, ryzykiem geopolityka i ceny ropy
-  Fed tnie stopy o 50 p.b., obniżki po raz pierwszy od marca 2020

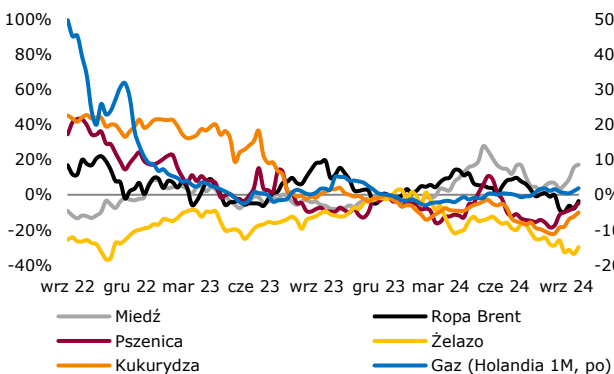
Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

We wrześniu globalne rynki akcji kontynuowały trend wzrostowy napędzany obniżkami stóp procentowych przez banki centralne. Do tego grona dołączył wyczekiwany Fed, z głębszą od oczekiwań obniżką (50 p.b.). Dodatkowe wsparcie rynki akcji otrzymały w postaci stymulacji monetarnej w Chinach i zapowiedziach dalszego wsparcia fiskalnego. Rynki akcji przyjęły to pozytywnie, obawy o globalny wzrost gospodarczy obniżyły się, a dodatkowo chiński rynek akcji odnotował znaczący wzrost. Końcówka września YTD przyniosła tegoroczne maksima dla S&P500 (+20,8%), DAX (+16,2%), MSCI EM (+14,7%). Na tym tle WIG wypadł skromniej (+8,3%). Początek października przyniósł zaognienie konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz wzrost napięcia w konflikcie Rosja-Ukraina, co przełożyło się na spadki na amerykańskiej giełdzie i głębsze w Europie w pierwszej dekadzie października, mając najmniejszy wpływ na rynki wschodzące.

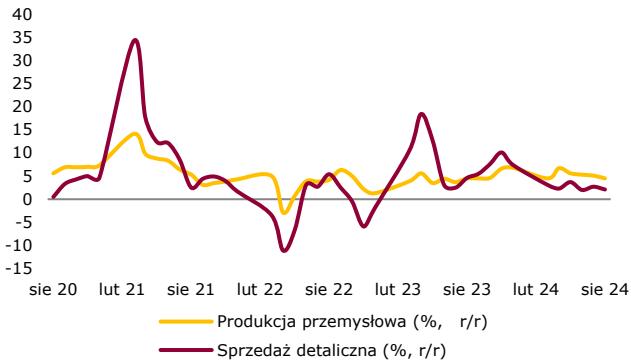
W przypadku obligacji we wrześniu widoczne było wyczekiwanie na obniżki stóp zarówno przez EBC, jak i Fed. Amerykańska krzywa rentowności przestała być odwrócona. Rentowności 10-letnich amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych spadły do jednych z najniższych poziomów w tym roku. W ślad za rynkami bazowymi podążały polskie 10-latki. Pierwsza dekada października przyniosła wzrosty rentowności zarówno w kraju, jak i za granicą, w związku z obniżeniem apetytu rynkowego na kolejną obniżkę stóp Fed o 50 p.b. Po dobrych danych z rynku pracy i nieco wyższej od oczekiwań wrześniowej inflacji CPI rynek wycenił kolejną obniżkę stóp Fed o blisko 25 p.b.

Surowce

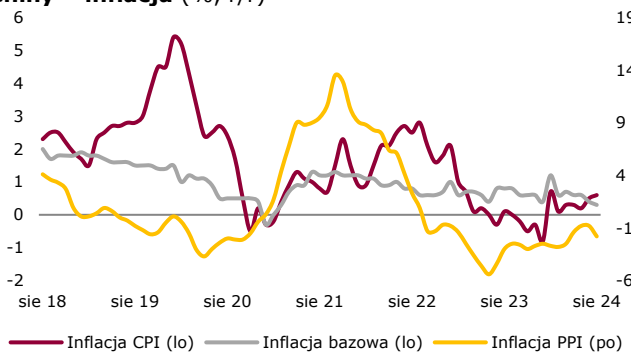
Rynek surowcowy odnotował we wrześniu wzrosty, co było związane z dalszym globalnym luzowaniem polityki pieniężnej, w tym obniżkami stóp Fed, sygnalizując scenariusz miękkiego lądowania. Także polityka gospodarcza Chin i rosnące ryzyko geopolityczne przyczyniły się do wzrostów na tym rynku we wrześniu. Szeroki indeks Bloomberg Commodity rósł w ciągu miesiąca, a w ujęciu YTD odnotował lekki wzrost, o 0,6% na koniec września. Ceny gazu wspierały wzrost indeksu (10,7% YTD), podczas gdy ceny ropy oddziaływały jeszcze w kierunku przeciwnym (-7,9% YTD), a cena za baryłkę obniżyła się nieco poniżej 70 USD. Metale przemysłowe jak miedź, aluminium, nikiel także wspierały wzrost indeksu, najbardziej miedź (15,5% YTD), podczas gdy żelazo notowało dalsze silne spadki (-33,7% YTD). Ceny złota kontynuowały falę wzrostową (28,4% YTD), do czego przyczyniły się m.in. zakupy realizowane przez banki centralne oraz rosnący popyt na złoto jako bezpieczne aktywo wobec eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie.

Jest bardzo prawdopodobne, że przełom września i października przyniósł zmianę widocznej korekty spadkowej na cenie ropy naftowej trwającej od lipca'24. W trzeciej dekadzie września ogłoszony został pakiet monetarny w Chinach, dodatkowo oczekiwana jest także stymulacja fiskalna, co przyniosło oczekiwania na poprawę sytuacji gospodarczej w Chinach i uniknięcie deflacji. Początek

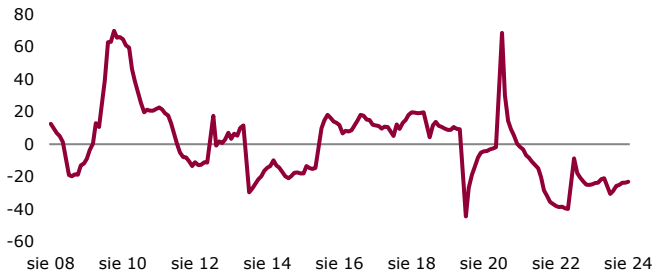
Chiny – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



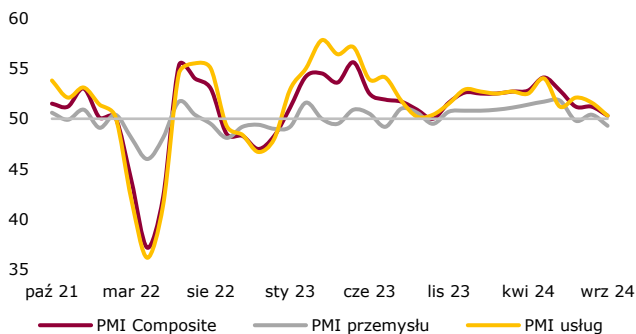
Chiny – inflacja (% r/r)



Chiny – Rozpoczęte budowy mieszkań (YTD r/r %, powierzchnia)



Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

października przyniósł eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. Izrael może rozważyć opcję ataku na instalacje naftowe w Iranie, co może przełożyć się na zakłócenia w dostawach ropy naftowej i wzrost jej cen.

Światowy indeks cen żywności FAO wzrósł we wrześniu o 3,0% m/m. To największy wzrost w bieżącej tendencji spadkowej. W ujęciu r/r indeks był o 2,1% wyższy, przy czym o 22,4% niższy od szczytu w marcu'22. We wrześniu wszystkie składowe indeksy wzrosły (cukier, zboża, produkty mleczne, mięso, oleje roślinne). Najbardziejziej wzrósł indeks cen cukru (10,4% m/m) w związku z pogorszeniem się perspektyw upraw trzciny cukrowej w Brazylii oraz obawy o zniesieniu zakazu wykorzystania trzciny cukrowej w Indiach do produkcji etanolu, co może przełożyć się na niższą podaż na eksport.

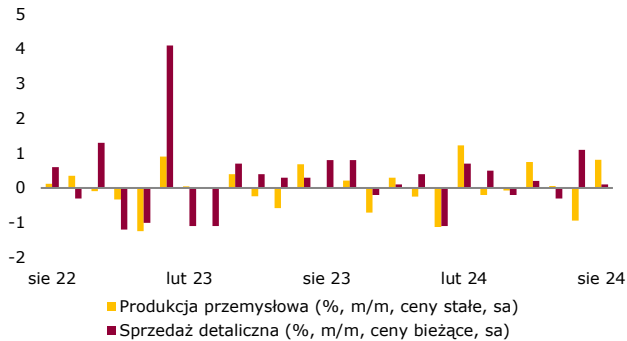
Chiny

Najnowsze „twarde” dane za sierpień nie przyniosły przełomu w gospodarce Chin, która wciąż zmaga się ze słabym popytem wewnętrznym. Sytuację ratuje, choć coraz mniej, produkcja przemysłowa, której roczna dynamika osłabła czwarty miesiąc z rzędu, wynosząc 4,5% r/r. Konsument chiński pozostaje słaby. Dynamika sprzedaży detalicznej choć jeszcze dodatnia, to jest skromna. W sierpniu obniżyła się o 0,6 p.p., do 2,1% r/r i była niższa od oczekiwań. Nieziemnie popyt zagraniczny częściowo kompensuje słabość wewnętrznego. W sierpniu nadwyżka w bilansie handlowym była wyższa niż w lipcu. Słaby popyt wewnętrzny przekłada się na wzrost stopy bezrobocia i na rachityczną inflację. Deflacja po stronie cen produkcyjnych utrzymuje się. Konsumenta nie wspiera pogłębiający się kryzys na rynku nieruchomości, co odzwierciedlają dalszy spadek cen mieszkań, wciąż kurcząca się w ujęciu r/r liczba rozpoczętych budów mieszkań oraz zapasów na rynku kredytowym dla sektora niefinansowego.

Niestety także „miękkie” wskaźniki koniunktury nie przyniosły przełomu. Od kilku miesięcy PMI dla przemysłu balansuje w granicach 50. We wrześniu obniżył się o 1,1 do 49,3 i był najniższy od lipca 2023, do czego przyczyniły się m.in. dalsze spadki nowych zamówień, które były najgłębsze od dwóch lat. Ogólnie, sytuacja w sektorze produkcyjnym we wrześniu nie napawała optymizmem. Do tego dołączyły we wrześniu usługi. PMI usług obniżył się w tym okresie o 1,3 do 50,3, czyli sektor otarł się o stagnację. Ogólne zaufanie w sektorze usług obniżyło się do poziomu najniższego od marca 2020. optymizm wyparowuje wraz z silniejszymi obawami o rosnącą konkurencję i perspektywę gospodarki globalnej.

Wobec przeciągających się słabości chińskiej gospodarki Ludowy Bank Chin (PBOC) wdrożył w trzeciej dekadzie września pakiet stymulacyjny, aby pobudzić wzrost PKB i osiągnąć wyznaczony cel 5,0% w 2024, wspomóc rynek nieruchomości oraz zapobiec ryzyku deflacji. PBOC obniżył siedmiodniową stopę reverse repo o 20 p.b. Jednocześnie obniżył stopę rezerwy obowiązkowej o 50 p.b. oraz o tyle samo dokonał cięcia oprocentowania dla istniejących kredytów hipotecznych. Rynek nieruchomości otrzymał także wsparcie w postaci złagodzenia zasad zakupu drugiego domu w postaci obniżenia wkładu własnego z 25% do 15%. Dodatkowo pojawiło się wsparcie dla rynku akcji w postaci instrumentu swapowego dla funduszy inwestycyjnych i brokerów oraz instrumentu pożyczkowy dla firm umożliwiający odkup własnych akcji. Tak szeroki pakiet monetarny był zaskoczeniem dla rynku, który jednakże został przyjęty pozytywnie, szczególnie na chińskim rynku akcji.

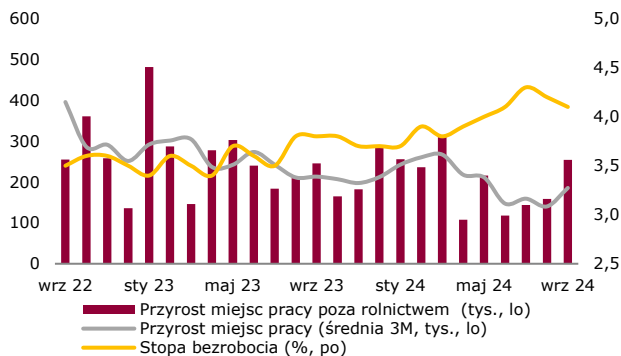
USA - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



USA

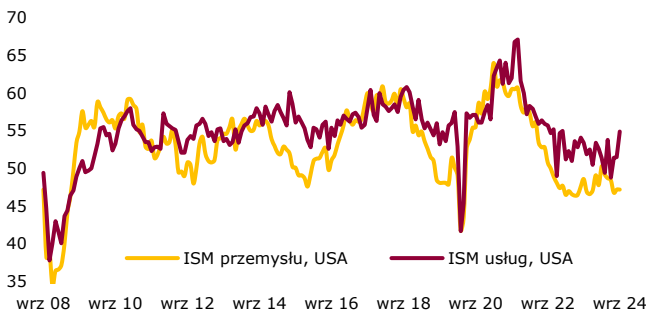
Sierpniowe „twarde” dane z USA zaskoczyły pozytywnie, wspierając tezę miękkiego lądowania – sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa wzrosły powyżej oczekiwań. Dodatkowo wzrost PKB za 2Q'24 został zrewidowany w górę, z 2,9% k/k annualizowane do 3%. Wrześniowe dane z rynku pracy wykazują jego stabilizację, po wcześniejszych tendencjach spadkowych. Fed rozpoczął cykl obniżek stóp cięciem o 50 p.b., sygnalizując dalsze luzowanie polityki monetarnej jeszcze w 2024. Jednak dane i projekcja Fed wskazują na możliwą mniejszą skalę kolejnych cięć stóp w tym roku. Także wskaźniki koniunktury wspierają tezę miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki, choć przemysł zmaga się z ograniczonym popytem. Inflacja obniża się, co powinno wspierać kontynuację luzowania monetarnego.

USA – rynek pracy



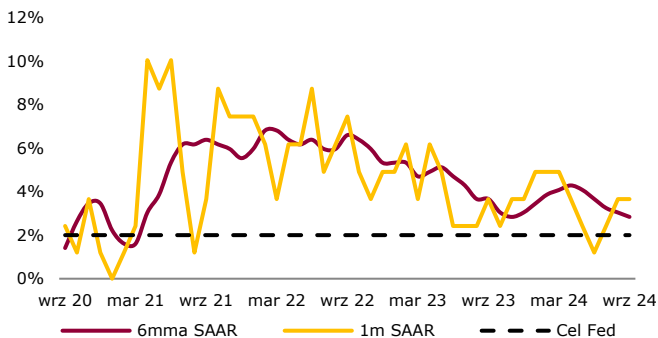
Sierpniowa sprzedaż detaliczna w USA przewyższyła oczekiwania, wzrastając o 0,1% m/m wobec oczekiwań spadku o 0,2% m/m. Dodatkowo, dane za lipiec zostały skorygowane w górę o 0,1 p.p. Sprzedaż bez uwzględnienia samochodów wzrosła o 0,1% m/m. Produkcja przemysłowa w USA za sierpień również przekroczyła oczekiwania, rosnąc o 0,8% m/m wobec oczekiwanych 0,2% m/m, przy rewizji w dół danych za lipiec o 0,3 p.p. W rezultacie, publikacje z USA miały pozytywny wydźwięk, co wzmocniło dolara i zredukowało oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp o 50 p.b. podczas wrześniowego posiedzenia Fed. Ostatecznie jednak Fed zdecydował się na ten właśnie głębszy ruch, tnąc stopy procentowe o 50 p.b.

USA – indeksy koniunktury ISM



Wrześniowe dane z amerykańskiego rynku pracy w USA także pozytywnie zaskoczyły. Liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wyniosła we wrześniu 254 tys. wobec 159 tys. w sierpniu (po korekcie w górę o 17 tys.) przy konsensusie 140 tys. Stopa bezrobocia spadła o 0,1 p.p., do 4,1% wobec oczekiwań stabilizacji na 4,2%. Wzrost wynagrodzeń był także silniejszy od oczekiwań i wyniósł 0,4% m/m po wzroście o 0,5% m/m (skorygowany w górę o 0,1 p.p.). Dane wskazują na przełamywanie wcześniejszych tendencji osłabiania rynku pracy, co zmniejsza presję na kolejną obniżkę stóp Fed o 50 p.b. Po tych danych rynek wycenił jeszcze dwie obniżki po 25 p.b. w tym roku.

USA – momentum inflacji bazowej

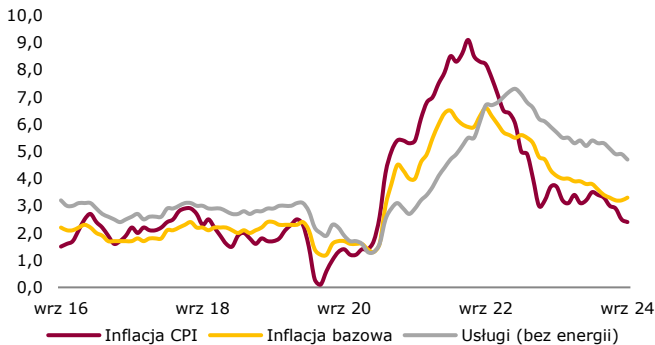


Per saldo miękkie wskaźniki koniunktury wskazują na miękkie lądowanie amerykańskiej gospodarki. Wskaźnik ISM dla przemysłu w USA pozostał we wrześniu na poziomie 47,2, poniżej oczekiwań (47,5). Słaby wynik odnotowano w indeksie zatrudnienia, który spadł do 43,9. Przemysł zmaga się z ograniczonym popytem, co przy podwyższonych stopach procentowych powoduje, że firmy niechętnie inwestują w kapitał i zapasy. Jednocześnie indeks ISM dla usług przewyższył oczekiwania, osiągając 54,9, dzięki silnemu wzrostowi nowych zamówień.

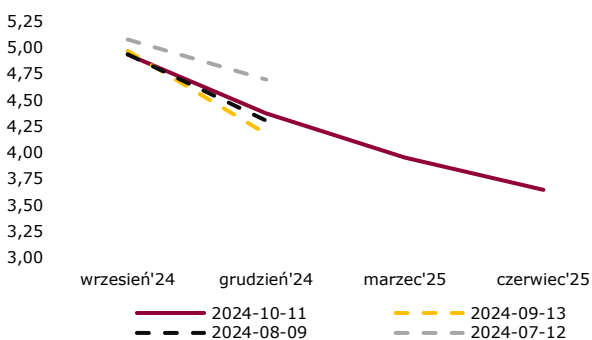
Także odczyty inflacyjne wspierają scenariusz miękkiego lądowania w USA. Inflacja PCE, która jest ważnym wskaźnikiem dla Fed wyniosła w sierpniu 2,2% r/r, poniżej konsensusu 2,3% r/r. Inflacja bazowa PCE wyniosła 2,7% r/r i była zgodna z oczekiwaniami. Słabszy od prognozowanego 0,4% m/m wzrost dochodów Amerykanów o 0,2% m/m wspiera dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez Fed. Z kolei dane o wrześniowej inflacji CPI lekko rozczarowały. Choć wskaźnik inflacji kontynuował spadek do 2,4% r/r z 2,5% r/r w sierpniu, to odczyt był powyżej oczekiwań rynkowych (2,3% r/r). Jednocześnie inflacja CPI wzrosła we wrześniu o tyle samo co miesiąc wcześniej (0,2% m/m). Na inflacji bazowej podobne tendencje, utrzymał się wzrost o 0,3% m/m. Dane wskazują na pewne wyhamowanie

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

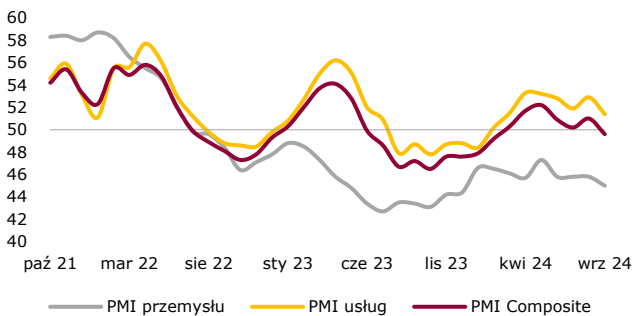
USA – inflacja CPI (% r/r)



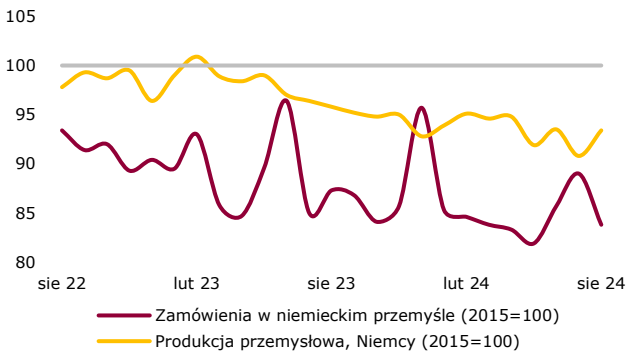
Wycena stopy Fed w czasie (% , środek przedziału)



Strefa euro – indeksy PMI (S&P Global)



Niemcy - produkcja i zamówienia



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

tendencji dezinfłacyjnych i wspierają bieżącą retorykę Fed o miękkiem lądowaniu gospodarki amerykańskiej

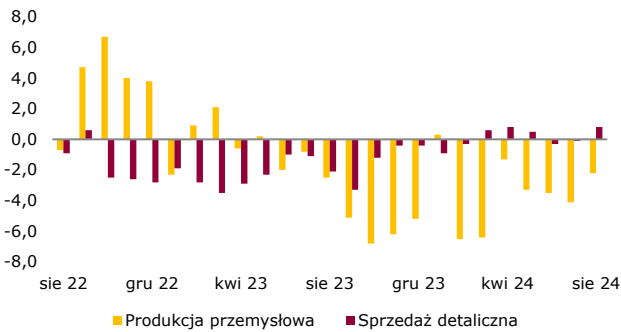
We wrześniu Fed zdecydował o pierwszej od marca 2020 obniżce stóp procentowych o 50 p.b., sprowadzając stopy do poziomu 4,75-5,0%. Choć konsensus rynkowy zakładał cięcie o 25 p.b., Fed postanowił działać bardziej zdecydowanie, z wyraźnym sygnałem dalszego luzowania polityki monetarnej przynajmniej do końca 2024 i 2025 roku. Taki ruch był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi, co potwierdza spadek rentowności obligacji skarbowych USA w ostatnich miesiącach. Kluczowym pytaniem pozostaje, jak gospodarka zareaguje na tę politykę – czy inflacja zostanie skutecznie obniżona, czy też możliwe jest dalsze schłodzenie gospodarki lub nawet recesja. Sierpniowe i wrześniowe dane sugerują jednak, że scenariusz miękkiego lądowania jest bardziej prawdopodobny. Prezes Fed J. Powell podczas konferencji prasowej podkreślił, że decyzje Fed są dobrze przemyślane. Inflacja spada, choć jeszcze nie osiągnęła docelowego poziomu 2%, przy czym Fed jest zadowolony z postępów. Na razie nie widać oznak recesji ani znaczącego spowolnienia gospodarczego. Wrześniowe dobre dane z rynku pracy plus nieco wyższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI wspierają tę retorykę. We wrześniu opublikowana została także najnowsza projekcja ekonomiczna, z której wynika, że prognozy inflacji bazowej dla lat 2024-2025 zostały obniżone odpowiednio do 2,6% i 2,2%. Mediana dla stóp procentowych na 2024 została obniżona o 0,7 p.p., do 4,4% (centralna tendencja 4,4-4,6), co oznacza możliwość jeszcze dwóch obniżek stóp o 25 p.b. do końca 2024. W 2025 Fed oczekuje cięć o 100 p.b.

Europa

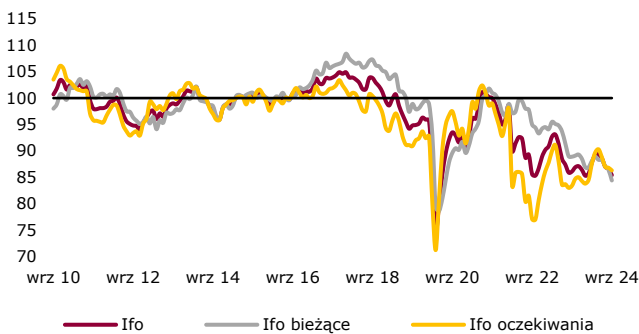
Sierpniowe dane dotyczące gospodarki Niemiec i strefy euro ukazują kontynuację słabości, szczególnie w sektorze przemysłowym. We wrześniu wskaźniki PMI oraz inne miary koniunktury potwierdzają pogarszającą się sytuację gospodarczą, bez oznak poprawy w przemyśle i przy pogorszeniu w usługach. W wyniku tego, przewidywane ożywienie gospodarcze w drugiej połowie 2024 roku staje się coraz mniej prawdopodobne, co z jednej strony zwiększa szanse na dalsze obniżki stóp procentowych przez EBC. Z drugiej strony dane o sprzedaży detalicznej były nieco bardziej pozytywne, z wzrostami w Niemczech i strefie euro, choć ogólny trend konsumpcji pozostaje niestabilny. Spadająca inflacja, która we wrześniu osiągnęła 1,8% r/r w strefie euro, stanowi pozytywny sygnał. Mimo to istnieje ryzyko wzrostu cen energii z powodu czynników geopolitycznych, co może wpłynąć na przyszłe decyzje EBC.

Sierpniowe dane dla Niemiec i strefy euro nie przyniosły odzyskania słabości tych gospodarek, w szczególności w przemyśle sytuacja i perspektywy pozostają słabe. Choć sierpniowa produkcja w przemyśle Niemiec przyniosła pozytywne zaskoczenie, wzrastając o 2,9% m/m (dane odsezonowane) wobec oczekiwań 0,8% m/m, to odbyło się to za sprawą sektora motoryzacyjnego (19,3% m/m). Dodatkowo dane o sierpniowych nowych zamówieniach w niemieckim przemyśle rozczarowały - spadły w sierpniu znacznie bardziej niż oczekiwano, wynosząc 5,8% m/m (dane odsezonowane) wobec prognozowanego spadku o 1,8% m/m. W szerszej perspektywie sytuacja w przemyśle Niemiec wciąż nie wygląda dobrze, a odbicie odsuwa się w czasie, co potwierdzają także wrześniowe PMI, które w całej Europie były mało optymistyczne i rozczarowujące. Francuski przemysł nadal pozostaje w stagnacji, a wskaźnik PMI dla usług również spadł poniżej poziomu 50. Niemiecki przemysł także nie wykazuje oznak ożywienia, a wręcz pogłębianie kryzysu. PMI Composite dla całej strefy euro spadł poniżej 50

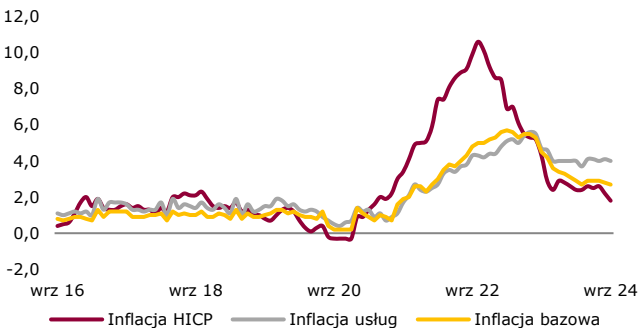
Strefa euro – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna (% r/r swda)



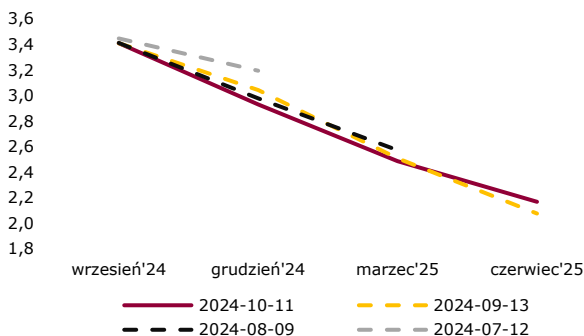
Niemcy – indeks Ifo



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



Wycena stopy depozytowej EBC w czasie (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

po raz pierwszy od lutego'24, przy sygnałach słabnącego ożywienia w usługach. To oznacza wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej wbrew oczekiwaniom na umiarkowane ożywienie w drugiej połowie 2024, zwiększając prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych EBC w październiku.

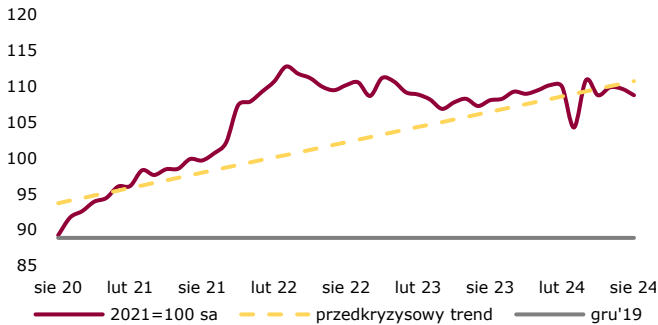
Szczyptę optymizmu przyniosły sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej zarówno z Niemiec, jak i strefy euro. Sierpień był drugim miesiącem z rzędu wzrostu sprzedaży detalicznej Niemiec (dane odsezonowane). Realnie w sierpniu sprzedaż wzrosła o 1,6% m/m po wzroście o 1,5% m/m w lipcu. Wakacyjne odczyty na tle wcześniejszych wyglądają dobrze. Ostatnio serię wzrostów dwa razy z rzędu mieliśmy w czerwcu i lipcu'23, dodatkowo o mniejszej skali, a w międzyczasie królowała seria spadkowa z dwoma pojedynczymi wzrostami. Z perspektywy całej strefy euro sierpniowa sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,2% m/m, zgodnie z oczekiwaniami, po stagnacji w lipcu. Sierpniowy odczyt m/m był najsilniejszy od marca'24. W ujęciu r/r widzimy, że w 2024 jest poprawa w sprzedaży detalicznej strefie euro, jednakże jest ona niestabilna, wskazując na trwające od wielu miesięcy osłabienie konsumenta.

Miękkie wskaźniki koniunktury dla gospodarek Niemiec i strefy euro nie wskazują na przełamanie słabej koniunktury w najbliższym okresie. Wrześniowy wskaźnik koniunktury Ifo dla Niemiec wpisał się w negatywne wnioski z wcześniejszych danych PMI. Sektor przemysłowy nadal zmagają się z kryzysem, do tego dochodzi pogorszenie w usługach. Także indeks ZEW, który mierzy oczekiwania inwestorów instytucjonalnych wobec niemieckiej gospodarki, widocznie obniżył się we wrześniu, o 15,6, do 3,6. To trzeci z rzędu spadek, a wynik był gorszy od oczekiwań rynku. Optymizm widoczny od listopada'23 prawie zniknął. Także indeks ZEW dla strefy euro rozczarował. Wygasają zatem nadzieje na umiarkowane ożywienie gospodarcze w Europie w drugiej połowie 2024. Dodatkowo w październiku rząd Niemiec zrewidował w dół prognozy wzrostu PKB na 2024, do -0,2% r/r z +0,3% po spadku o 0,3% w 2023.

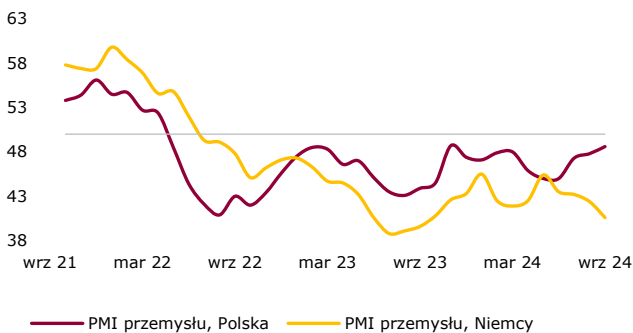
Jednakże schłodzenie koniunktury w Europie przekłada się na widoczne osłabienie presji na wzrost cen. Inflacja w strefie euro jest już poniżej celu EBC 2%. We wrześniu wskaźnik inflacji HICP spadł do 1,8% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej. Dodatkowo dane z poszczególnych krajów, takich jak Francja, Hiszpania, Niemcy i Włochy, były lepsze od oczekiwań, potwierdzając ogólny trend spadkowy inflacji. Inflacja bazowa HICP wyniosła we wrześniu 2,7% r/r, co wciąż jest podwyższonym poziomem. Na wysokim poziomie ciągle jest również inflacja w usługach (4,0% r/r). Z drugiej strony dane inflacyjne ściągane są w dół przez ceny energii (-6,0% r/r). Dla tych ryzyko w górę stanowią czynniki geopolityczne, których znaczenie na początku października wzrosło (ropa naftowa, konflikt na Bliskim Wschodzie).

We wrześniu Rada Prezesów EBC zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych. Stopa depozytowa została ścięta o 25 p.b. do 3,5%. Jednocześnie, od 18 września, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, zmniejszony został spread między stopą depozytową a stopą podstawowych operacji refinansujących do 15 p.b. Według EBC obniżka możliwa była ze względu na odczyty inflacyjne zgodne z oczekiwaniami, a także dzięki temu, że najnowsze projekcje inflacji EBC pokrywały się z poprzednimi, co dało więcej pewności co do ścieżki inflacji w Europie. Decydenci EBC podkreślili, że inflacja jest pod kontrolą, a kolejne decyzje będą podejmowane ostrożnie, w zależności od wpływających danych gospodarczych. Z jednej strony wobec schłodzonej koniunktury i niższej inflacji zwiększa się

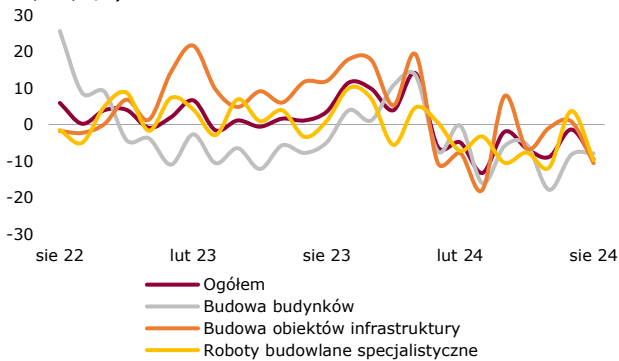
Polska – produkcja przemysłowa (ceny stałe)



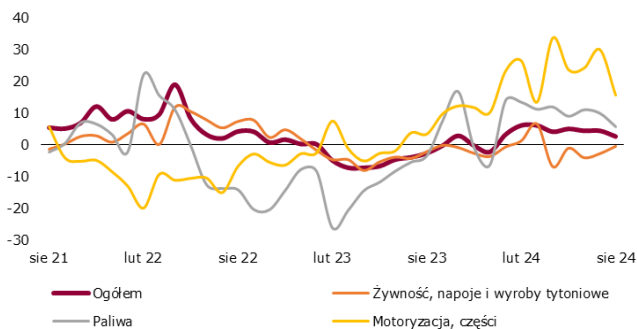
Polska – PMI przemysłu vs Niemcy



Polska – produkcja budowlano-montażowa (ceny stałe, %, r/r)



Polska – sprzedaż detaliczna (wybrane kategorie ceny stałe, %, r/r)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

prawdopodobieństwo, że EBC zdecyduje się na dalsze obniżki stóp procentowych podczas posiedzenia w połowie października, z drugiej strony pojawiło się ryzyko wzrostu cen ropy naftowej. Wyceny rynkowe obecnie sugerują redukcję stóp przez EBC o blisko 50 p.b. w tym roku.

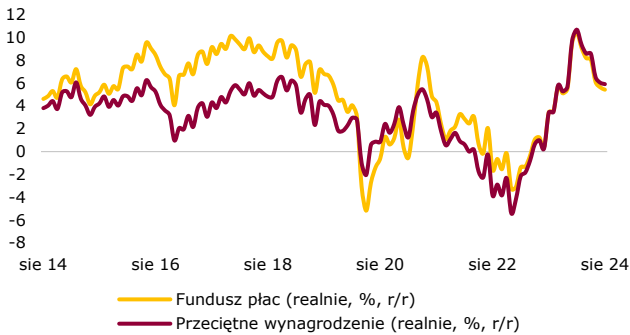
Polska

Sierpniowe dane gospodarcze wskazują na brak ożywienia w polskim przemyśle, co przypisuje się niskiemu popytowi inwestycyjnemu i słabości przemysłu europejskiego, zwłaszcza w Niemczech. Nowe zamówienia również zmalały, choć wrześniowy PMI dał nieco optymizmu. Ceny produkcji spadają, co działa dezinflacyjnie. Koniunktura w budownictwie oraz sprzedaż detaliczna także rozczarowały, co sugeruje ograniczoną konsumpcję mimo wciąż solidnego wzrostu płać. Presja ze strony inflacji bazowej zmniejszyła się, choć inflacja konsumencka przyspieszyła do 4,9% r/r. Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP do końca roku, z możliwością pierwszych obniżek po marcowej projekcji inflacji i PKB. Nasze prognozy PKB na 2024 pozostają stabilne, z lekkim wzrostem inwestycji. Na tle kryzysowych Niemiec i słabej strefy euro wzrost gospodarczy w Polsce wypada dobrze.

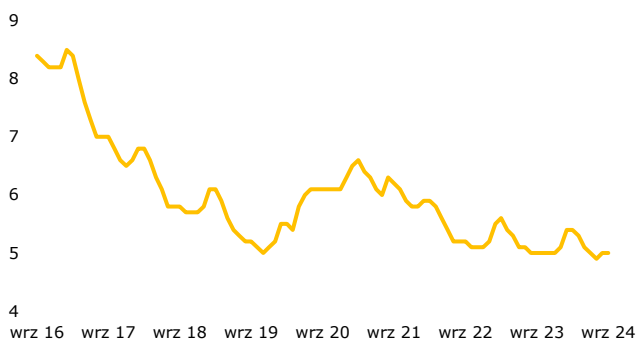
Krajowy przemysł pozostaje bez ożywienia. W sierpniu produkcja przemysłowa obniżyła się o 1,5% r/r wobec wzrostu o 5,2% r/r w lipcu (zrewidowano z 4,9% r/r). Główne przyczyny tego osłabienia to niski popyt inwestycyjny, wynikający z oczekiwania na obniżki stóp procentowych i napływ funduszy z KPO oraz utrzymująca się słabość przemysłu w Unii Europejskiej, szczególnie w Niemczech, które mają znaczący wpływ na polski rynek. Niestety dane o nowych zamówieniach w przetwórstwie przemysłowym za sierpień rozczarowały. Dynamika na poziomie -2,1% r/r wobec 0% r/r w lipcu, co z jednej strony sugeruje, że poprawa koniunktury w sektorze oddala się w czasie. Z drugiej strony wrześniowy PMI dla przemysłu przyniósł nieco optymizmu. Wskaźnik wzrósł z 47,8 do 48,6, co oznacza trzeci miesiąc wzrostów. Jest to pozytywny wydzźwięk w szczególności wobec niesprzyjającego otoczenia bardzo niskich odczytów PMI przemysłu dla Niemiec i strefy euro. Choć wskaźnik wciąż znajduje się poniżej 50, sygnalizuje wyhamowanie spadków zamówień i stabilizację zatrudnienia. Firmy pozostają jednak ostrożne co do perspektyw na kolejne 12 miesięcy. Wzrastają także koszty produkcji, przy czym presja na spadek cen końcowych utrzymuje się. W sierpniu wskaźnik PPI wyniósł -5,1% r/r wobec -4,8% r/r w lipcu. Ujemne wartości utrzymują się od lipca 2023, a brak wyraźnych impulsów sugeruje, że trend ten się nie odwróci w najbliższym czasie. Obniżka cen produkcji wywiera presję na marże firm, ale jednocześnie działa dezinflacyjnie na ceny konsumenckie.

Sierpniowe dane GUS o produkcji budowlano-montażowej rozczarowały. Produkcja budowlano-montażowa spadła o 9,6% r/r. Utrzymuje się ogólna słabość sektora. Inwestycje prywatne w budownictwie w tym roku spowolniły, a sektor publiczny po domknięciu wydatków z poprzedniej perspektywy funduszy unijnych także w tym roku spowolnił. Sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej także przyniosły negatywną niespodziankę. Sprzedaż detaliczna w tym okresie wzrosła tylko o 2,6% r/r, co było najniższym wynikiem w tym roku i znacznie poniżej oczekiwań. Konsument jak dotąd pozostaje wstrzemięźliwy pomimo wciąż solidnie rosnących wynagrodzeń i wyraźnego wyhamowania inflacji. Konsumpcja w drugiej połowie roku wypada gorzej od oczekiwań. Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej w Polsce za sierpień wskazują na brak przyspieszenia ożywienia w gospodarce.

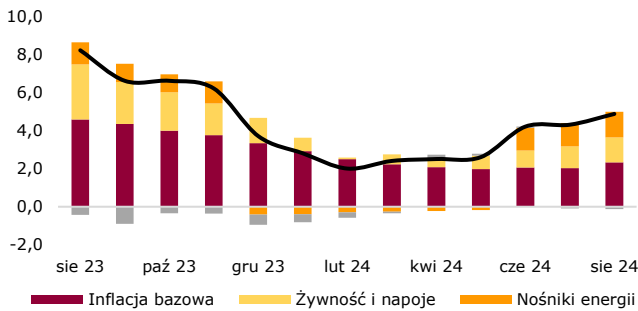
Polska – fundusz płac i wynagrodzenie realne



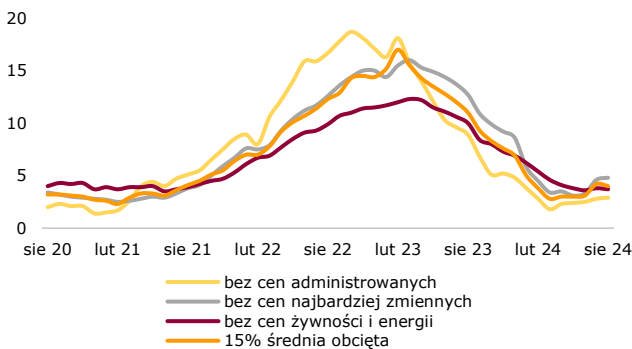
Polska – stopa bezrobocia (%)



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



Polska – miary inflacji bazowej (% r/r)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

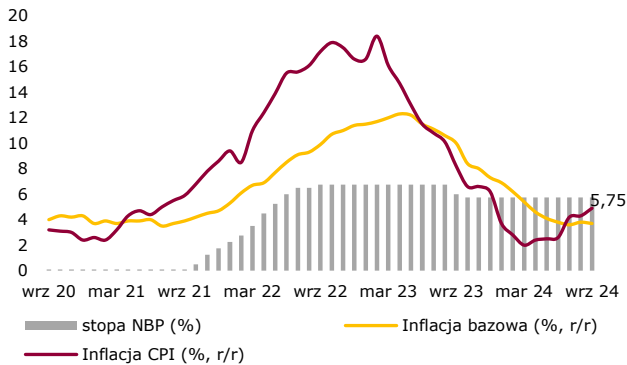
Sierpień przyniósł zaskoczenia z rynku pracy o różnym wydźwięku. Wynagrodzenia w sierpniu wzrosły o 11,1% r/r wobec 10,6% r/r miesiąc wcześniej, co przekroczyło oczekiwania. W ujęciu miesięcznym płace spadły o 1,6%, głównie z powodu mniejszych premii. Dynamika wynagrodzeń od kilku miesięcy wyhamowuje, przy czym widzimy, że płace wciąż rosną w solidnym tempie (powyżej 10% r/r). W najbliższym okresie spodziewamy się dalszego spowolnienia tempa wzrostu płac, przy czym będzie ono hamowane przez ponownie rosnącą inflację i poprawę koniunktury gospodarczej. Dane o zatrudnieniu zaskoczyły in minus. Zatrudnienie spadło w sierpniu o 0,5% r/r przy oczekiwaniach łagodzenia rocznych spadków zatrudnienia. Nie przeszkodziło to jednak, wraz z lekkim wzrostem inflacji, przyspieszeniu realnej dynamiki funduszu wynagrodzeń z 5,7% r/r w lipcu do 6,0% r/r w sierpniu. Wzrost funduszu płac nadal wspiera konsumpcję. Dodatkowo nastroje konsumenckie poprawiły się we wrześniu po wakacyjnym pogorszeniu, przy czym skłonność do oszczędzania pozostała na podwyższonym poziomie wobec wysokich stóp procentowych. Lekkie rozczarowanie przyniosły sierpniowe dane o stopie bezrobocia rejestrowanego, która w sierpniu utrzymała się na poziomie 5%. Jednak wakacyjne dane o liczbie bezrobotnych wskazują na lekkie pogorszenie popytu na pracę. W sierpniu liczba bezrobotnych wzrosła o 6,9 tys., co jest zjawiskiem nietypowym w porównaniu z poprzednimi latami. Według szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia w Polsce na koniec września wyniosła 5,0%, co oznacza stabilizację trzeci miesiąc w rzędu. Liczba bezrobotnych obniżyła się o 1,3 tys. m/m, co jest zjawiskiem typowym dla tego miesiąca, przy czym jest to najniższy wynik na przestrzeni ostatnich lat.

Inflacja w Polsce zbliża się do 5%. Wstępny szacunek inflacji konsumenckiej za wrzesień pokazał wzrost wskaźnika z 4,3% r/r do 4,9% r/r. Za to przyspieszenie w dużej mierze odpowiada efekt niskiej bazy z poprzedniego roku, kiedy to odczyt był obniżony m.in. przez wprowadzenie pakietu bezpłatnych leków na receptę. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) w sierpniu obniżyła się do 3,7% r/r, co było pozytywnym zaskoczeniem. Inflacja bazowa pozostaje od kilku miesięcy poniżej 4,0%, oscylując w granicach 3,6-3,8% r/r. We wrześniu szacujemy wzrost inflacji bazowej do 4,2-4,3% r/r, co mogło być spowodowane wyższymi niż zwykle podwyżkami cen w obszarze edukacji po wzrostach wynagrodzeń nauczycieli. Inflacja bazowa wygląda obecnie mniej korzystnie niż pod koniec pierwszego półrocza, oddalając się od celu inflacyjnego. Jednakże prawdopodobnie wrześniem był ostatnim miesiącem większych korekt cenowych, a także zakończył się efekt niskiej bazy z zeszłego roku. To powinno prowadzić do stabilizacji inflacji na obecnym poziomie do końca roku. Dla RPP jest to zgodne z oczekiwaniami, co wspiera zapowiedzi utrzymania stabilnych stóp procentowych do końca roku.

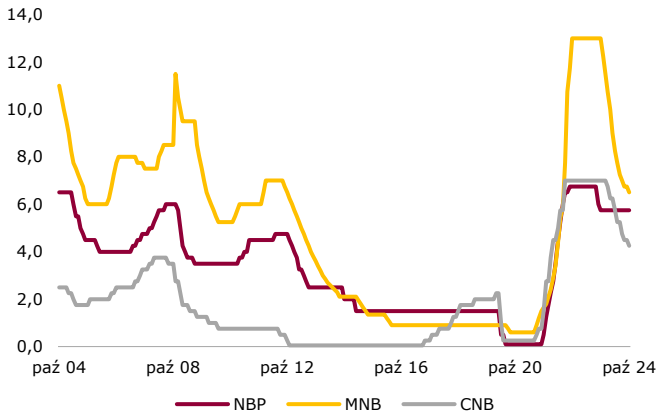
Z informacji o wrześniowej koniunkturze w Polsce wynika, że choć ogólny obraz gospodarki nie zmienił się znacząco w porównaniu do sierpnia, to zauważalna jest niewielka poprawa (po uwzględnieniu czynników sezonowych) w przemyśle, budownictwie oraz transporcie i gospodarce magazynowej. Może to sugerować, że do konsumpcji napędzającej tegoroczne ożywienie zaczynają dołączać popyt zagraniczny i inwestycyjny. Jednak poprawa ta jest wciąż umiarkowana i dotyczy „miękkich” danych, więc ewentualne optymistyczne wnioski należy traktować ostrożnie.

Tymczasem we wrześniu dokonaliśmy aktualizacji naszych prognoz makroekonomicznych. Prognozy PKB dla Polski pozostają stabilne. Wzrost PKB w 2Q'24 był na poziomie 3,2% r/r, co było wyższe od wcześniejszych prognoz.

Polska – inflacja CPI i stopa bazowa NBP



Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, opracowanie własne DAM

Konsumpcja prywatna wzrosła dynamicznie (4,7% r/r), choć inwestycje pozostały słabe, przy czym lekko poprawiły się dzięki wydatkom publicznym. Wobec obserwowanej nieco większej od oczekiwanej skłonności do oszczędzania zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu konsumpcji prywatnej w całym 2024 nieznacznie w dół, z 5% r/r do 4,7% r/r. Z kolei po stronie inwestycji zrewidowaliśmy naszą poprzednią prognozę na 2024, z -1,2% r/r do 0,8% r/r. W kontekście całej gospodarki per saldo podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę wzrostu PKB w 2024 na poziomie 3,1% r/r, a na 2025 nieznacznie ją obniżyliśmy do 4% r/r, z mocniejszym wzrostem inwestycji. Na 2024 obniżyliśmy prognozę średniorocznej inflacji CPI z 3,7% r/r do 3,6% r/r, co wynika z nieco niższego od oczekiwań wpływu wycofywania tarczy na ceny energii. W 2025 spodziewamy się inflacji CPI na poziomie 4,5% r/r, a od 2026 oczekujemy stabilizacji inflacji w okolicach celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.). Podtrzymujemy naszą prognozę ścieżki stóp NBP. Stopy procentowe NBP pozostaną stabilne do końca 2024. Widzimy potencjał do redukcji stóp o 75 p.b. na przestrzeni całego 2025 i prognozujemy główną stopę NBP na koniec 2025 na poziomie 5%. W 2026 spodziewamy się redukcji stóp o kolejne 100 p.b.

Na wrześniowym posiedzeniu decyzyjnym Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Nie spodziewaliśmy się innej decyzji i stopa referencyjna ciągle wynosi 5,75%. Z konferencji prezesa NBP po październikowym posiedzeniu RPP wynika, że obecny poziom stóp procentowych jest postrzegany jako odpowiedni do realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, co oznacza, że jeszcze chwilę poczekamy na obniżki stóp procentowych. Polska gospodarka ma się dobrze, a rosnące płace mogą dodatkowo wpływać na wzrost inflacji. Wyzwaniem pozostaje jednak słaba kondycja gospodarcza w otoczeniu Polski, szczególnie w Niemczech. Prezes NBP A. Głapiński zapowiedział, że RPP będzie reagować na nowe dane, a rozmowy o obniżkach stóp mogą rozpocząć się po publikacji marcowej projekcji inflacji, o ile wykaże ona spadkowy trend. Jako potencjalne ryzyka dla spadku inflacji wymienił m.in. regulacje dotyczące cen energii, planowane podwyżki akcyzy na tytoń i alkohol od 2025 roku, czynniki geopolityczne.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 20-09-2024

	2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P	3q24P	2024P	2025P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	3,4	3,1	4,0
Inwestycje (realnie, %, r/r)	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7	2,7	0,8	7,6
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	3,7	4,7	4,0
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (%, r/r)	11,5	8,2	6,2	2,0	2,6	4,7	4,9	2,8
Inflacja CPI - średnio (%, r/r)	13,1	9,7	6,5	2,9	2,5	4,4	3,6	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (%, r/r)	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,5	13,7	7,5
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	5,0	5,0	5,0
Bezrobocie - średnio (%)	5,2	5,0	5,0	5,4	5,0	5,0	5,1	5,0
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (%, r/r)	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,5	0,1	-0,4	0,2
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,78	5,91	5,20	5,44	5,75	5,36	5,27	4,89

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	wrz 23	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
konsensus Parkiet					5,75
Produkcja przemysłowa (%, r/r, ceny stałe)	-3,3	5,2	-1,5	0,1	
konsensus Parkiet				0,3	
Produkcja budowlano-montażowa (%, r/r, ceny stałe)	11,5	-1,3	-9,6	-10,0	
konsensus Parkiet				-9,6	
Sprzedż detaliczna (%, r/r, ceny stałe)	-0,3	4,4	2,6	0,2	
konsensus Parkiet				2,3	
Inflacja konsumencka (%, r/r)	8,2	4,2	4,3	4,7	
konsensus Parkiet				4,8	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(%, r/r)	8,4	3,8	3,7	3,9	
konsensus Parkiet				4,1	
Stopa bezrobocia (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	
konsensus Parkiet				5,0	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	
konsensus Parkiet				-0,5	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (%, r/r)	10,3	10,6	11,1	11,6	
konsensus Parkiet				11,1	
Eksport towarów (%, r/r, EUR)	-5,2	4,2	-1,2		
konsensus Parkiet			-1,2		
Import towarów (%, r/r, EUR)	-12,8	9,1	3,3		
konsensus Parkiet			4,1		

prognozy DAM na dany okres zaznaczone są pogrubioną czcionką

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

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

Marta Skrzypczyńska

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

Paweł Bojar

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

Jakub Szczepaniec

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

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.

Podejmując decyzje inwestycyjne Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.



U sąsiada

słabo

MAKROWIZJER