



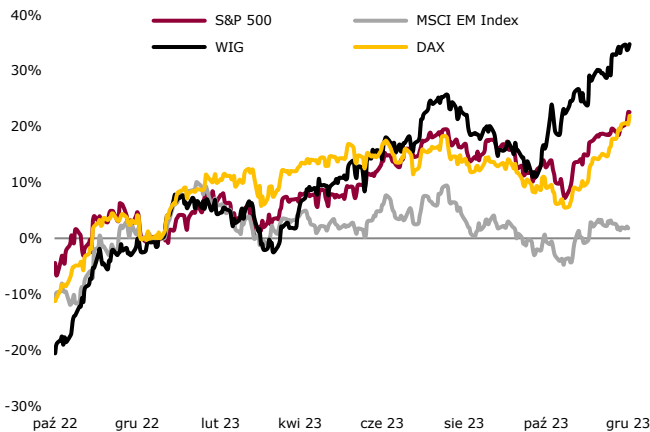
”

ODBICIE POTWIERDZONE

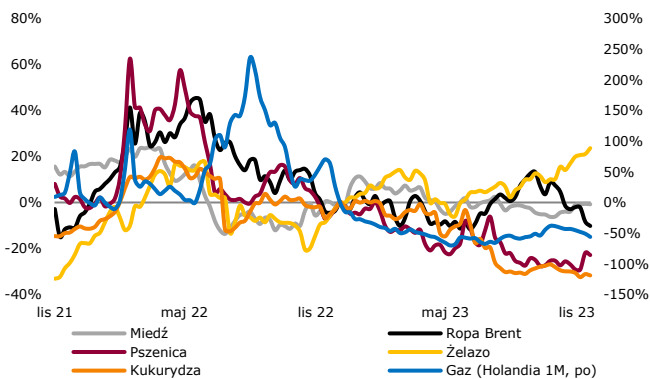
Makrowizjer

- ✓ Fed robi pivot
- ✓ Pozytywne zaskoczenia inflacyjne w strefie euro
- ✓ Dołek koniunktury w Polsce już za nami

Rynek akcji (zmiana względem 30.12.2022)



Zmiana notowań bieżących kontraktów względem końca '22



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka

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

Marta Skrzypczyńska

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

Jakub Szczepaniec

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

Rynki akcji

Po trzech miesiącach spadków cen akcji te wyraźnie odbiły w listopadzie. Niższe od oczekiwań odczyty inflacyjne dały nadzieję na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych w USA i strefie euro, pomimo że retoryka zarówno Fed jak i EBC pozostawała jastrzębia. W połowie grudnia Fed zrobił inwestorom dodatkowo niespodziankę i złagodził komunikację, sugerując mocniejsze obniżki stóp w 2024. To tylko wzmogło rozbudzone wcześniej oczekiwania rynkowe na rychłe łagodzenie polityki monetarnej głównych banków centralnych. W ślad za tym poszły obniżki rentowności obligacji. W przypadku 10-letnich Treasuries znalazły się pod poziomem 4% pierwszy raz od wakacji br., wskazując na wyraźne słabnięcie awersji do ryzyka. Ponadto w Chinach z końcem października uruchomiony został kolejny pakiet fiskalny. W rezultacie poprawa globalnych nastrojów przełożyła się na rynki akcji, gdzie w listopadzie obserwowaliśmy wzmożone tendencje wzrostowe. Amerykański SP500 w połowie grudnia zyskuje ok. 23% YTD, niemiecki DAX blisko 22% YTD, a MSCI EM (rynk emerging markets) zwiększa szansę na dodatni wynik w 2023 (obecnie ok. 2% YTD). Tendencje na GPW w listopadzie i grudniu nie odbiegały od globalnych, a w całym 2024 warszawski parkiet wyróżnia się pozytywnie. WIG rośnie o ok. 35% YTD wobec ok. 28% YTD miesiąc wcześniej. Bardzo dobre dane o PMI w przemyśle dla Polski, opublikowane z początkiem grudnia jeszcze bardziej wsparły giełdowe wzrosty. Tym samym WIG osiągnął historycznie najwyższy poziom.

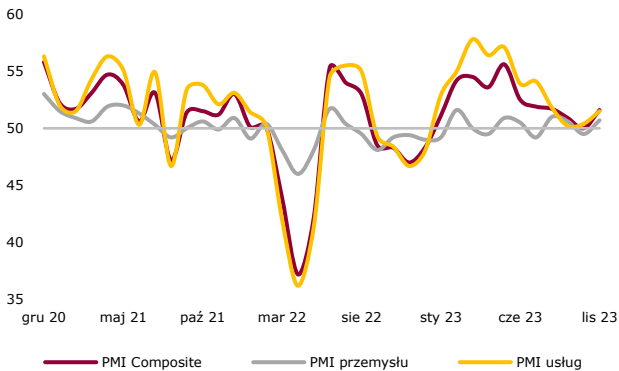
Surowce

Szeroki Indeks Bloomberg Commodity systematycznie obniżał się w listopadzie, a na początku grudnia znalazł się najniżej od przełomu czerwca i lipca '23. Indeks surowcowy pozostał w listopadzie pod wpływem obniżających się cen ropy naftowej oraz stabilizujących się cen żywności, podczas gdy obraz cen surowców przemysłowych pozostawał niejednoznaczny. Wobec wciąż kruchej globalnej aktywności przemysłowej oraz niejasności co do perspektyw sytuacji gospodarczej Chin część metali przemysłowych dotknęły spadki cen (m.in. nikiel, lit), a inne notowały wzrosty (m.in. miedź, żelazo, aluminium).

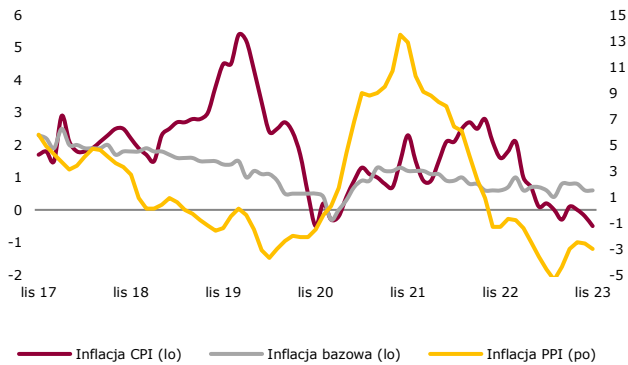
Zapoczątkowana z końcem września w okolicach 95 USD za baryłkę korekta spadkowa cen ropy Brent była w listopadzie kontynuowana. Spadkom cen nie przeszkodziła wojna Izraela z palestyńskim Hamasem oraz utrzymująca się presja podażowa ze strony państw zgromadzonych w OPEC+ i ryzyko jej zwiększenia. W przyszłym roku Arabia Saudyjska planuje pogłębić, a Rosja podtrzymać redukcję w dostawach ropy. W połowie grudnia cena za baryłkę obniżyła się już ok. 75 USD, a więc okolic minimum z 2023.

Indeks cen żywności FAO wyniósł w listopadzie blisko 120,4, pozostając bez zmian w stosunku do skorygowanego poziomu październikowego. W tym okresie wzrosty cen olejów roślinnych, produktów mlecznych i cukru zrównoważone zostały przez spadki cen zbóż i mięsa. W ujęciu r/r ceny żywności były niższe o 10,7%.

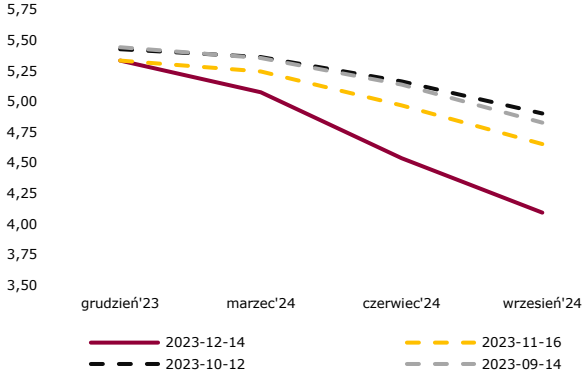
Chiny – indeksy PMI



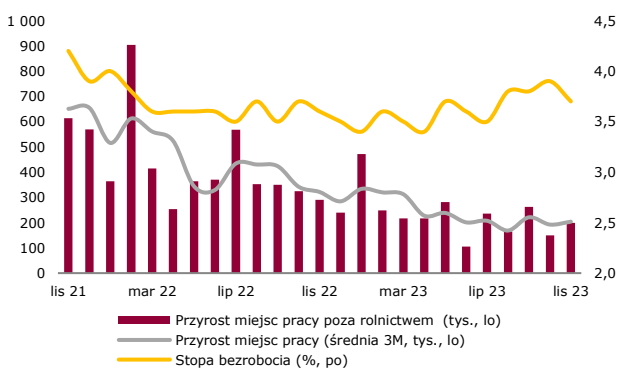
Chiny – inflacja CPI i PPI (% r/r)



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



USA – rynek pracy



Chiny

Wobec ogłoszonego w październiku kolejnego w tym roku pakietu fiskalnego, mającego na celu post-covidowe wzmocnienie wzrostu gospodarczego w Chinach, Międzynarodowy Fundusz Walutowy w listopadzie podniósł prognozy wzrostu PKB Chin z 5% do 5,4% w 2023 i z 4,2% do 4,6% w 2024. Jednakże stymulus fiskalny nie rozwiąże problemów słabości popytu gospodarstw domowych oraz wciąż słabej sytuacji na chińskim rynku nieruchomości. Rynek pracy w Chinach pozostaje niepewny, pomimo niskiej stopy bezrobocia, perspektywy zatrudnienia oraz nastroje konsumentów pozostają słabe. Słaby popyt przyczynia się do utrzymywania tendencji deflacyjnych, a te sugerują przestrzeń do luzowania monetarnego i/lub fiskalnego.

Po informacji o kolejnym impulsie fiskalnym prognozy PKB dla Chin poszły w górę, a listopadowe odczyty PMI dały już sygnały poprawy koniunktury. Zarówno w usługach jak i w przemyśle wskaźniki PMI odbiły. W usługach słabnące ożywienie przyspieszyło, o 1,1 do 51,5. PMI w przemyśle odbił z 49,5 w październiku do 50,7 w listopadzie. Kondycja w przemyśle uległa poprawie trzeci raz w okresie ostatnich czterech miesięcy dzięki wzrostowi nowych zamówień, choć popyt zagraniczny wciąż pozostaje słaby. Zatrudnienie skurczyło się, choć w mniejszym stopniu wobec poprawy oczekiwań co do sytuacji w kolejnych 12 miesiącach. Wskaźnik optymizmu przedsiębiorców był najwyższy od lipca'23 – przedsiębiorstwa wierzą w poprawę popytu zarówno wewnętrznego jak zewnętrznego.

USA

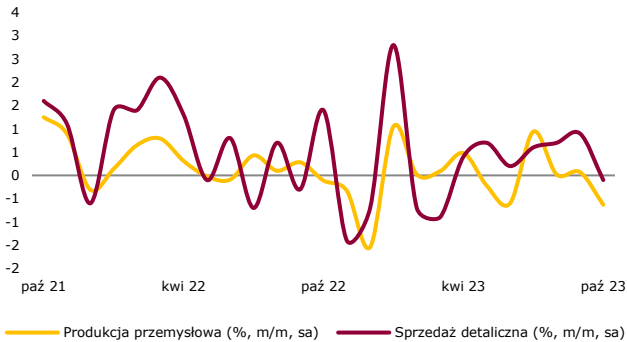
W listopadzie inflacja konsumencka w USA osiągnęła poziom 3,1% r/r, nieco mniej niż październikowe 3,2%. Inflacja bazowa utrzymała się w okolicach 4% r/r przez trzeci miesiąc z rzędu. Z jednej strony Fed w USA zdaje się pozostawać nieco w tyle za EBC w walce z inflacją. Z drugiej strony rosną szanse na rozpoczęcie obniżek stóp procentowych w USA równocześnie z działaniami podobnymi do tych w strefie euro, a więc być może już na wiosnę 2024. Komunikacja banku centralnego po grudniowym posiedzeniu nasiliła oczekiwania na scenariusz szybszego luzowania monetarnego za oceanem.

Listopadowe dane dotyczące rynku pracy w USA były lepsze od oczekiwań. Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym wyniosła 199 tys. wobec konsensusu rynkowego na poziomie 184 tys. i skromniejszego wzrostu o 150 tys. w październiku. Zatrudnienie pozostaje poniżej 12-miesięcznej średniej wynoszącej 240 tys., choć jego wzrost jest zgodny z tendencjami w ostatnich miesiącach. Stopa bezrobocia spadła o 0,2 p.p., do 3,7%, osiągając poziom z maja br. Dynamika płac przyspieszyła do 0,4% m/m, co sygnalizuje wzrost presji płacowej.

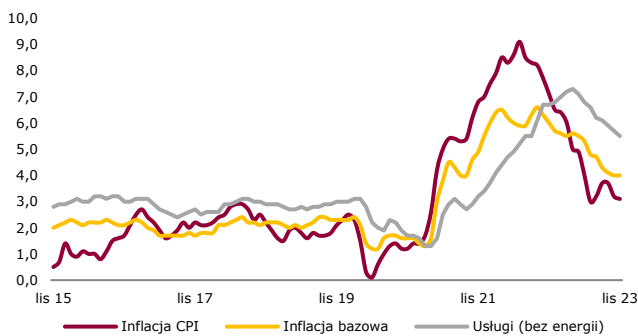
Październikowe dane o sprzedaży detalicznej w USA były wyższe od oczekiwań, choć sprzedaż w ujęciu m/m nieco się obniżyła (-0,1% m/m sa), po okresie sześciu miesięcy nieprzerwanych wzrostów. Po wyłączeniu motoryzacji sprzedaż detaliczna jednak nieznacznie wzrosła. Z kolei dane o produkcji w przemyśle przyniosły negatywne zaskoczenie. Po trzech miesiącach nieprzerwanych wzrostów w październiku aktywność w przemyśle obniżyła się o 0,6% m/m, a odczyt za wrzesień został skorygowany w dół. Pogorszyła się struktura przemysłu. Do spadku indeksu dla usług komunalnych (utilities) dołączył w październiku spadek aktywności w przetwórstwie przemysłowym. Październikowe dane o sytuacji konsumentów i producentów odzwierciedlają także dane o ustępującej presji inflacyjnej.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

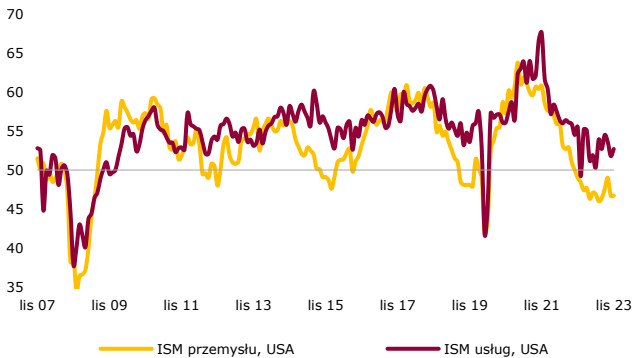
USA – produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



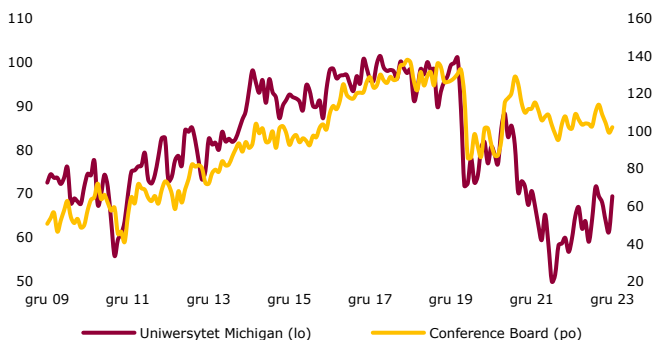
USA – inflacja CPI, USA (% r/r)



USA – indeksy PMI (ISM)



USA – indeksy nastrojów konsumentów



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

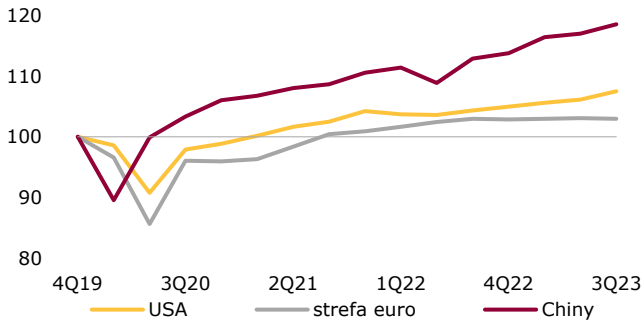
Październikowe odczyty CPI i PPI w USA przyniosły pozytywne niespodzianki. Spadek wskaźników inflacyjnych był mocniejszy od oczekiwań. Październikowa inflacja konsumencka w USA nieznacznie spadła, osiągając 3,2% r/r. Inflacja bazowa także odnotowała spadek, do 4,0%, choć odczyt ten pozostaje wciąż powyżej ogólnego wskaźnika inflacji CPI. Jednakże trwa postęp dezinflacyjny, szczególnie mile widziany na CPI bazowej, gdzie odczyt annualizowany w sposób konserwatywny (z 6 miesięcznej średniej) to ok. 3,2%. Jeszcze większe niespodzianki sprawił październikowy wskaźnik inflacji PPI, który obniżył się z 0,9 p.p. r/r, do 1,3% r/r. Inflacja bazowa PPI także się obniżyła. Z kolei już listopadowa inflacja CPI w USA bez większych zaskoczeń. Inflacja w ujęciu r/r była zgodna z oczekiwaniami 3,1% wobec 3,2% w październiku. Inflacja bazowa pozostała na niezmiennym poziomie 4,0% r/r. Miesięczny wzrost cen nieco powyżej oczekiwań o stabilizacji, przyspieszając do 0,1% m/m. Inflacja nadal pozostaje na podwyższonym poziomie, proces jej obniżania postępuje, ale ostatnio w wolniejszym tempie.

Miękkie wskaźniki koniunktury za listopad wskazują, że gospodarka amerykańska nieznacznie przyspiesza tempo ożywienia po słabszym początku 4Q'23, pomimo utrzymujących się rozbieżności w aktywności pomiędzy sektorem przemysłu a usługowym. Aktywność w przemyśle była gorsza od oczekiwań, przy czym wskazuje na pewną stabilizację - wskaźnik ISM w tym sektorze pozostał na poziomie z października (46,7). Mocno i powyżej oczekiwań odbiła koniunktura w usługach, do 52,7. Ostatnie wskaźniki koniunktury z USA opracowane przez ISM wskazują zatem raczej na miękkie lądowanie gospodarki amerykańskiej w warunkach stopniowo hamującej presji inflacyjnej i stosunkowo niewielkim pogorszeniu sytuacji na rynku pracy. Nie widać w nim za bardzo presji na Fed w kierunku bardziej jastrzębiego nastawienia w krótkim terminie.

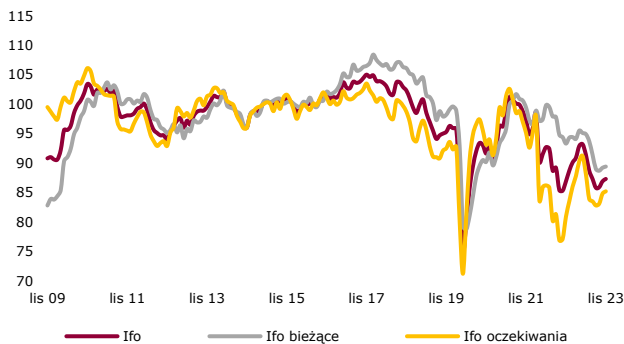
Listopadowy indeks zaufania konsumentów, będący wskaźnikiem wyprzedzającym dla wydatków konsumenckich w USA sygnalizuje, że amerykański konsument ma się trochę lepiej. Choć dane miały mieszany wydźwięk. Z jednej strony odczyt był wyższy od oczekiwań, z drugiej strony poprzedni, październikowy odczyt został zrewidowany w dół. Co się rzuca w oczy to wyraźny spadek oczekiwań inflacyjnych. Ogólnie badanie pokazało poprawę, choć konsumenci byli nadal zaniepokojeni sytuacją polityczną (wojna/konflikty) i wyższymi stopami procentowymi oraz mieli mniejszą pewność co do znalezienia pracy, choć ocena przyszłych warunków biznesowych nieco się poprawiła. Poprawie uległa także m.in. ocena bieżących warunków finansowych, sugerując, że budżet domowy jest w dobrej kondycji w końcu 2023. Dane ukazują poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów, choć ryzyko wystąpienia recesji pozostaje w mocy.

Na grudniowym posiedzeniu FOMC dość nieoczekiwanie zmienił dotychczasową retorykę i pierwszy raz od dłuższego czasu niemal wszedł w nurt wycen rynkowych, które zakładały szybsze obniżki stóp procentowych w USA w 2024. W najnowszej projekcji makroekonomicznej FOMC względem września prognozy PKB na lata 2024-2026 zmieniły się kosmetycznie. Stopy bezrobocia podobnie. Lekko w dół poszła ścieżka inflacji PCE, w tym głównie PCE bazowej. W 2024 z 2,6% do 2,4%, w 2025 z 2,3% do 2,2%, a w 2026 nadal jest oczekiwany powrót do celu (2%). Co przykuwa największą uwagę to oczekiwana przez członków FOMC ścieżka stopy procentowej. We wrześniu spodziewany był poziom 5,1% na koniec 2024, a w grudniu oczekiwania obniżyły się do 4,6%. Jednym słowem Fed zamknął przestrzeń do podwyżek stóp procentowych i spodziewa się

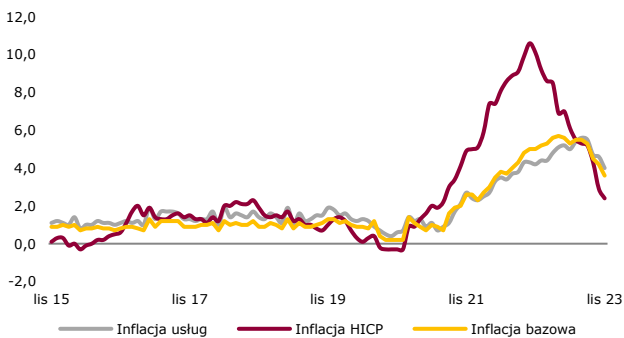
PKB – porównanie największych gospodarek (4Q'19=100, wyr. sez., ceny stałe)



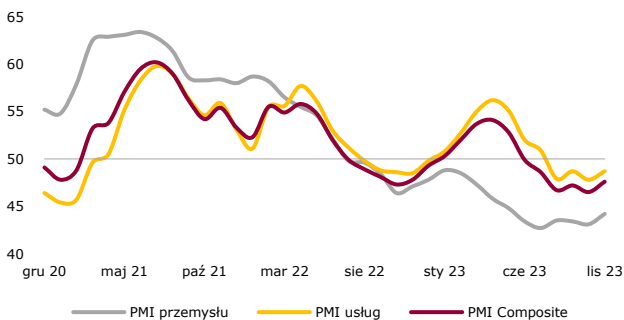
Niemcy – indeks Ifo



Strefa euro – inflacja HICP (% r/r)



Strefa euro – indeksy PMI



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

ich redukcji o 75-100p p.b. w przyszłym roku. Co na to rynek? Obstawia dalsze „łagodzenie” stanowiska Fed i widzi szybsze luzowanie monetarne. Na świeżo po spotkaniu wyceniane są obniżki stóp znacznie mocniejsze niż to sugeruje Fed, w sumie o ok. 150 p.b. do końca 2024.

Europa

Inflacja konsumencka w strefie euro spadła do 2,4% r/r, osiągając najniższy poziom od ponad dwóch lat. To trzeci miesiąc z rzędu, kiedy obserwujemy dynamiczne hamowanie wzrostu cen, które jeszcze niedawno przekraczały 5% r/r. Spadek ten w istotnej mierze wynika z normalizacji cen energii po okresie destabilizacji spowodowanej wybuchem wojny rosyjsko-ukraińskiej. Niemiecka inflacja, będąca kluczowym elementem koszyka strefy euro, także wykazuje istotne spowolnienie. Popyt w strefie euro pozostaje niski, choć pojawiają się nieśmiałe sygnały nadchodzącej poprawy koniunktury. Te dane z pewnością wpłyną na politykę monetarną EBC. Spadek inflacji w drugiej połowie roku przekracza wcześniejsze prognozy banku. Tym samym rosną oczekiwania co do szybszych obniżek stóp procentowych przez EBC, być może już w pierwszej połowie 2024 roku.

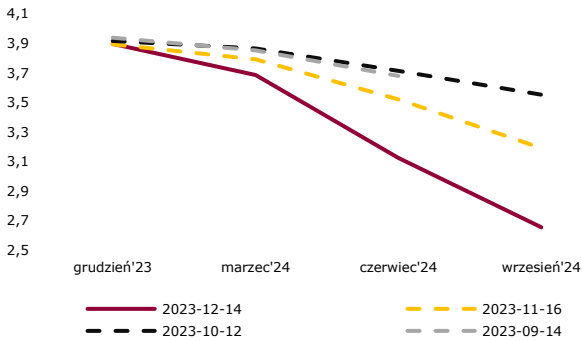
Według finalnych danych o PKB w 3Q'23 strefa euro nie odnotowała wzrostu. Wcześniejsze szacunki sugerowały minimalny wzrost o 0,1% rok do roku, jednak ostateczne dane potwierdziły stagnację (0% r/r). Odnotowano spadek konsumpcji prywatnej i inwestycji o 0,1% r/r przy jednoczesnym wzroście spożycia publicznego o 0,5% r/r. Eksport netto dodał 0,5 p.p. do wzrostu PKB r/r, podczas gdy zmiana zapasów odejęła 0,3 p.p. Te dane utrzymują ogólny obraz stagnacji w gospodarce strefy euro, co może być kontynuowane na przełomie 2023 i 2024.

W dostępnych danych miesięcznych za październik widać, że słabość popytu konsumpcyjnego w strefie euro na początku 4Q'23 utrzymuje się, choć pojawiają się nieśmiałe sygnały poprawy. Sprzedaż detaliczna, po wyłączeniu samochodów skurczyła się w październiku o 1,2% r/r wobec spadku 2,9% r/r we wrześniu. W ujęciu m/m w październiku odnotowany został wzrost o 0,1%, po trzech miesiącach z rzędu spadków.

Wstępne, listopadowe dane o inflacji konsumenckiej z krajów strefy euro, m. in. Niemiec, Francji, Hiszpanii, sygnalizowały dalszy i większy od oczekiwań spadek inflacji w strefie euro. Te dane stanowiły równocześnie pozytywne zaskoczenie. Niemiecka inflacja CPI spadła do 3,2% r/r, poniżej oczekiwań, co jest najniższym poziomem od czerwca 2021 roku. Podobnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) zmalała do 3,8% r/r. Ten trend spadkowy jest zauważalny także w strefie euro, gdzie listopadowa inflacja HICP obniżyła się o 0,5 p.p. do 2,4% r/r, a inflacja bazowa 0,6 p.p. do 3,6% r/r. Spadki cen energii i usług odegrały główną rolę w zmniejszeniu wskaźników inflacji.

Listopadowe wskaźniki koniunktury dla strefy euro sygnalizują, że dołek koniunktury może być z nami. Przemysłowy PMI w strefie euro rośnie powoli od kilku miesięcy, a usługowy stabilizuje się poniżej poziomu 50. Spadek aktywności gospodarczej oraz nowych zamówień jest wciąż obserwowany, ale wolniejszym tempie niż wcześniej. Pojawia się spadek zatrudnienia, szczególnie w sektorze przemysłowym. Presja płacowa w usługach prowadzi do podwyżek cen, pomimo że popyt jest ograniczony. W sektorze przemysłowym nadal utrzymuje się tendencja spadkowa cen. Te sygnały mogą stanowić wyzwanie dla Europejskiego Banku Centralnego ze względu na wysokie koszty finansowania biznesu przy słabym popycie. Szanse na lekką poprawę ujawniają się także w listopadowym odczycie

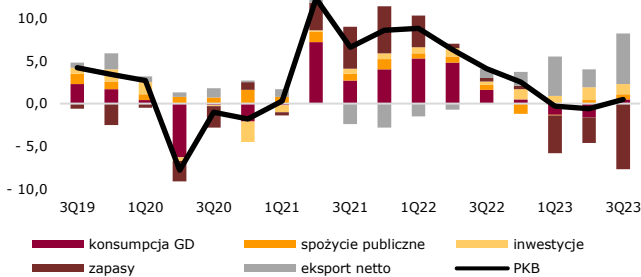
Strefa euro – wycena stopy depozytowej EBC (%) w czasie



niemieckiego indeksu nastrojów w biznesie Ifo, który wzrósł trzeci miesiąc z rzędu, z lepszymi ocenami bieżącej sytuacji i przyszłości. Na poprawę wskazuje także grudniowy odczyt indeksu instytutu ZEW, nastrojów dla gospodarki Niemiec który rośnie piąty miesiąc z rzędu.

W październiku ECB zrobił pierwszą pauzę w trwającym już od ponad roku cyklu podwyżek stóp procentowych. Stopa depozytowa wynosi 4%, najwyżej w historii strefy euro. Jeszcze w listopadzie, przed publikacją danych o listopadowej inflacji w strefie euro, przedstawiciele EBC temperowali zakłady o obniżki stóp procentowych. Jednakże ostatnie dane, o szybciej obniżającej się inflacji niż zakładały to jeszcze wrześniowe prognozy EBC, powoli zmieniają nastawienie członków banku. Rosną rynkowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych, możliwe że już w 1H'24.

Polska – dynamika PKB (% r/r) i kompozycja (p.p.)

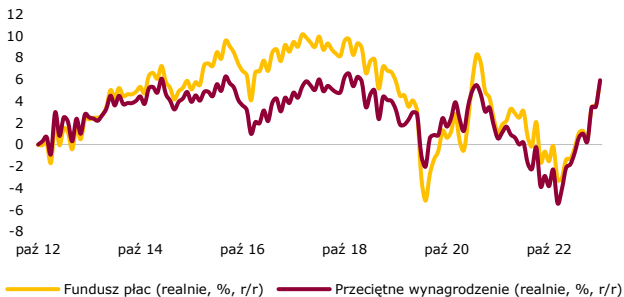


Polska

Sygnały ożywienia gospodarczego w Polsce stają się coraz bardziej wyraźne. W pierwszej połowie roku dominował słaby popyt konsumpcyjny, przy jednocześnie silnych inwestycjach. Teraz, przy spadającej inflacji i wciąż relatywnie dobrej sytuacji na rynku pracy, obserwujemy wzmacniające się zaufanie konsumentów i odbicie spożycia prywatnego. Sektor przemysłowy pozytywnie reaguje na ten impuls, a wskaźnik PMI osiągnął najwyższy poziom od czasu wybuchu wojny w Ukrainie.

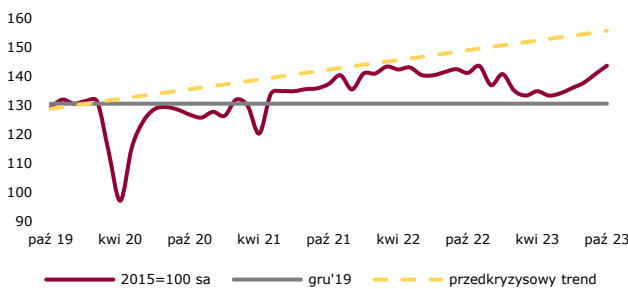
Według wstępnego szacunku PKB wzrósł realnie w 3Q'23 o 0,5% r/r po spadku o 0,6% r/r kwartał wcześniej. Odsezonowany PKB wzrósł o solidne 1,5% k/k. Na podstawie wyrównanych sezonowo danych dają można wnioskować, że Polska gospodarka w obecnym cyklu koniunkturalnym uniknęła technicznej recesji (dwa kwartały z rzędu spadku PKB k/k) i zgodnie z naszymi oczekiwaniami w drugiej połowie 2023 przechodzi w stan ożywienia. Dodatkowo odbicie konsumpcji gospodarstw domowych (z -2,8% r/r w 2Q'23 do +0,8% r/r w 3Q'23) w warunkach obniżającej się inflacji, utrzymania solidnego wzrostu wynagrodzeń i dobrej sytuacji na rynku pracy, przy jednoczesnym podtrzymaniu mocnego wzrostu inwestycji (7,2% r/r w 3Q'23) pozwala stwierdzić, że dołek koniunktury krajowej jest za nami. Wzmacniają się także fundamenty wzrostu gospodarczego w Polsce. Po dwóch kwartałach osłabiania wzrostu PKB, w 3Q'23 udział konsumpcji gospodarstw domowych już wspierał ten wzrost.

Polska – rynek pracy (sektor przedsiębiorstw)



Wyniki badania BAEL za 3Q'23 potwierdzają stabilność rynku pracy w Polsce. Choć stopa bezrobocia odnotowała niewielki wzrost, do 2,7%, to ten odczyt jest drugim najlepszym wynikiem w historii. Dodatkowo liczba pracujących w tym okresie wzrosła, co świadczy o relatywnie dobrej kondycji rynku pracy w warunkach wciąż niskiej aktywności gospodarczej. Te wnioski potwierdzają również odczyty stopy bezrobocia rejestrowanego, która w październiku oraz wg wstępnych szacunków MRiPS za listopad pozostała na poziomie 5,0%. Wciąż mocno rosną wynagrodzenia, wg danych GUS w październiku nominalnie o 12,8% r/r, a realnie już blisko o 6% r/r, co również wspiera tezę kontynuacji ożywienia w konsumpcji. Jednocześnie ciasny rynek pracy i duża presja płacowa może stanowić ryzyko dla tempa powrotu inflacji do oczekiwanego poziomu.

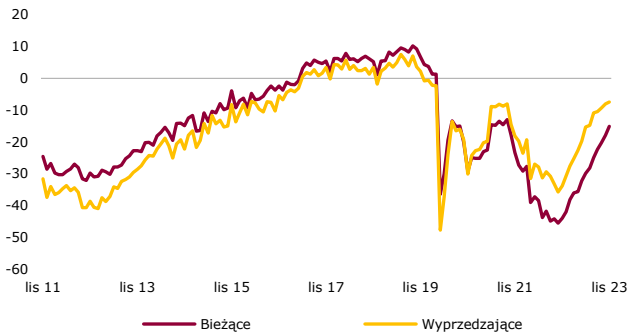
Polska – sprzedaż detaliczna (2015=100, wyr. sez., ceny stałe)



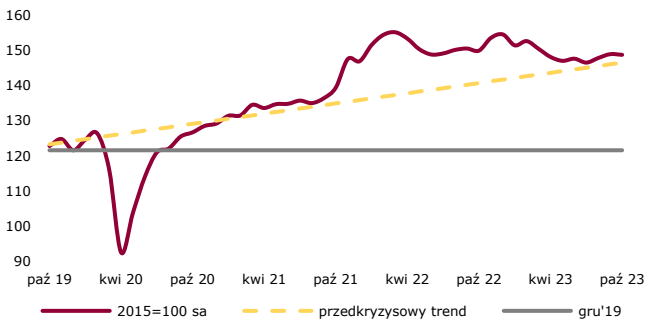
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Październikowe dane o sprzedaży detalicznej świadczą o wyraźnym odbiciu konsumenta po słabszym początku roku. Wzrost sprzedaży, najmocniejszy od roku, ostatnio wyraźnie koreluje z obniżającą się inflacją. Badania nastrojów również odzwierciedlają poprawę, będąc obecnie na najlepszym poziomie od wybuchu pandemii. Chociaż istnieje lekki

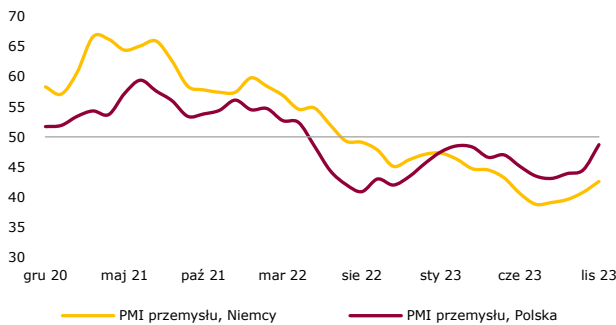
Polska – nastroje konsumenckie wg GUS



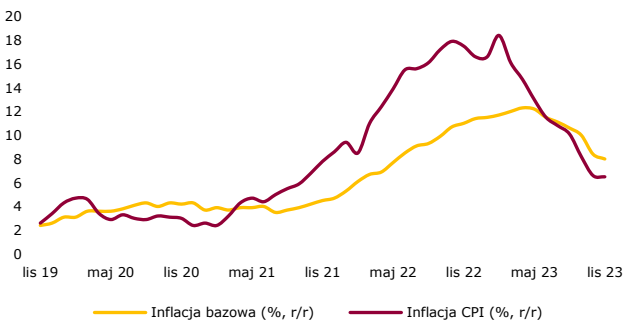
Polska - produkcja przemysłowa (2015=100, wyr. sez., ceny stałe)



Polska – indeks PMI przemysłu



Polska – inflacja konsumencka CPI (% r/r)



niepokój związany z oczekiwaniami inflacyjnymi, które wzrosły nieco, ich poziom pozostaje stosunkowo niski w kontekście historycznym. Solidne przyspieszenie realnej dynamiki wynagrodzeń do około 6% r/r w październiku stanowi dodatkowy czynnik, który może wspierać wzrost aktywności konsumenckiej w kolejnych miesiącach.

Krajowy przemysł, po okresie spowolnienia, zaczyna wstępnie reagować na sygnały zbliżającego się ożywienia konsumpcyjnego. Mimo spadków w pierwszych dziewięciu miesiącach roku, ostatnie miesiące dają pewne oznaki poprawy koniunktury. Dodatkowo listopadowy PMI dla krajowego przemysłu przyniósł znaczący wzrost z 44,5 do 48,7, osiągając najwyższy poziom od kwietnia 2022 roku. Ten wskaźnik sygnalizuje szybkie zanikanie negatywnych tendencji w sektorze przemysłowym, wskazując na możliwe nadchodzące ożywienie. Choć indeks wciąż pozostaje poniżej 50, co wskazuje na trwającą dekoniunkturę, siła wzrostu jest obiecująca - to największy w historii skok wskaźnika poza okresem pandemii. Wzrost produkcji budowlano-montażowej odnotowany w październiku wyniósł 9,5% r/r i był nieco niższy niż w poprzednim miesiącu. Pomimo spadku w ujęciu miesięcznym, po dwóch miesiącach silnego wzrostu, sektor budowlany nadal wykazuje solidne ożywienie, wspierane głównie przez inwestycje infrastrukturalne, ale także pewne ożywienie w mieszkaniówce.

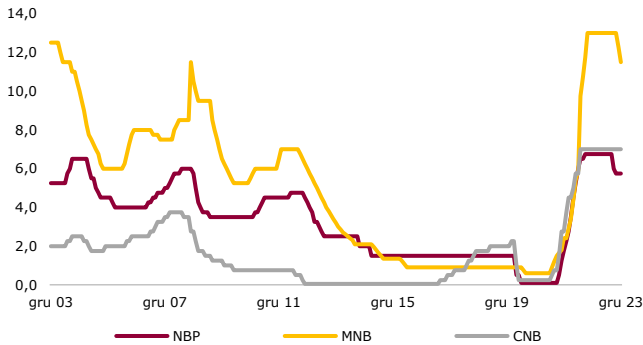
Listopadowe dane GUS pokazują dalszy spadek wskaźnika inflacji cen konsumenckich w Polsce, który osiągnął niższy od oczekiwań poziom 6,5% r/r. W kolejnych miesiącach zniżki inflacji nie będą postępowały już tak wyraźnie. Inflację bazową w listopadzie szacujemy na około 7,3% r/r w porównaniu z 8,0% r/r w październiku. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego stopniowego obniżania dynamiki inflacji bazowej, która przy obecnie obserwowanym *momentum* ma szansę zejść w okolice 5% r/r mniej więcej w połowie przyszłego roku. Dalszy spadek inflacji konsumenckiej sygnalizuje wskaźnik inflacji cen producentkich (PPI), który nadal wykazuje silne spadki w ujęciu rocznym. Październik był czwartym z kolei miesiącem, w którym obserwowano ujemną dynamikę inflacji PPI, -4,1% r/r w porównaniu z -2,7% r/r we wrześniu.

Grudniowa RPP o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych, w tym referencyjnej na poziomie 5,75% nie stanowiła niespodzianki. Już wcześniej w listopadzie sygnały wskazywały na zachowanie status quo ze względu na dotychczasowe głębokie obniżki stóp we wrześniu i październiku (-100 p.b. łącznie) oraz zmianę rządu, która implikuje niepewność w polityce fiskalnej i regulacyjnej. Członkowie RPP coraz wyraźniej sugerują bardziej restrykcyjne podejście, widząc ograniczoną przestrzeń do obniżek stóp procentowych. Tym niemniej RPP dostrzega umocnienie złotego, które będzie pomocne w kontrolowaniu inflacji.

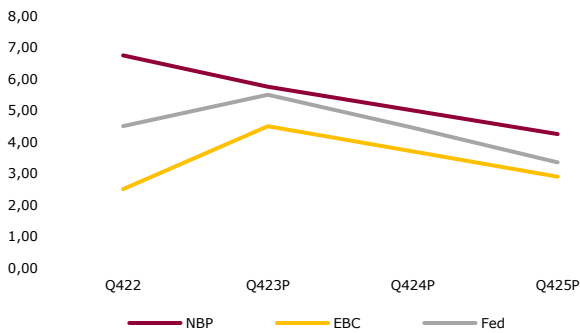
Naszym zdaniem RPP będzie w przyszłym roku kontynuowała proces obniżki stóp procentowych, ale będzie to robić ostrożnie. W sumie oczekujemy redukcji stóp o 75 p.b. w 2024. Główna stopa NBP wyniesie na koniec przyszłego roku 5%. Spodziewamy się, że rytm będą wyznaczały kolejne projekcje NBP (marzec, lipiec, listopad), które pozwolą na lepszą ocenę przyszłych tendencji inflacyjnych. A ta będzie szczególnie istotna ze względu na możliwą dość nietypową ścieżkę inflacji konsumenckiej, wynikającą z zakładanego przez nas stopniowego wycofywania osłon inflacyjnych w obszarze żywności i energii.

źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

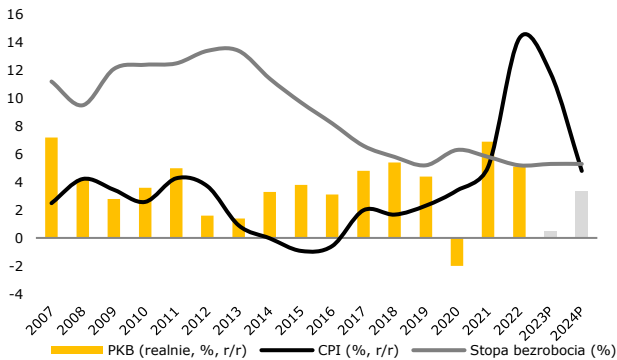
Polska – stopy procentowe na tle regionu CEE (%)



Polska - oczekiwane stopy procentowe NBP (%), prognozy własne) na tle głównych banków centralnych (% , konsensus Bloomberg)



Polska – prognozy DAM Alior



źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne DAM

Nowy rząd nie sprecyzował jeszcze jednoznacznie jak ten proces będzie wyglądał, ale na podstawie dotychczasowej komunikacji i legislacji wnioskujemy, że prawdopodobnie rozpocznie się w 2Q'24 (przywrócenie 5% VAT na część koszyka żywności), a nasili w 3Q'24 (rozpoczęcie „odmrażania” cen nośników energii). Inflacja konsumencka w 2024 średniorocznie obniży się naszym zdaniem do 4,8% z 11,6% w 2023. Ze względu na ww. proces wychodzenia z osłon inflacyjnych CPI będzie jednak niższa w 1H'24 (średnio ok. 4% r/r) niż w 2H'24 (średnio ok. 5,5% r/r). Zachowana natomiast powinna być spadkowa tendencja inflacji bazowej (bez żywności i energii) co w połączeniu z *forward looking* (rosnące szanse na CPI poniżej 4% r/r z końcem 2025) pozwoli RPP na ww. ostrożne obniżki stóp.

W sferze realnej nadal oczekujemy wyraźnego ożywienia gospodarczego w 2024. Prognozujemy wzrost PKB o 3,3%, napędzany głównie solidnym odbiciem konsumpcji prywatnej, o 4,5% wobec dynamiki bliskiej 0% w 2023. Ożywienie w tym obszarze zaznacza się zresztą już w 2H'23 i w 2024 powinno być kontynuowane, głównie dzięki wciąż dobrej sytuacji na rynku pracy. Dodatkowo popyt konsumpcyjny powinien być wsparty przez podwyżkę płacy minimalnej, zapowiadane przez nowy rząd znaczne podwyżki płac w sferze budżetowej czy też w końcu waloryzację 500+ do 800+. Jednocześnie oczekujemy, że 2024 będzie raczej dołkiem w cyklu inwestycyjnym, po dwóch latach silnego ożywienia (5% w 2022 i blisko 8% w 2023). Mniejszą aktywnością może się wykazywać sektor prywatny, wyhamują inwestycje infrastrukturalne napędzane w br. finiszem perspektywy unijnej 2014-2020. Ale „lądowanie” w inwestycjach jednocześnie będzie naszym zdaniem relatywnie miękkie – spodziewamy się wzrostu o 2,5%. Amortyzację, a co za tym idzie wygładzenie cyklu, powinien zapewnić szerszy napływ środków z KPO.

Gdzie widzimy główne źródła ryzyka dla naszych prognoz? W sytuacji zewnętrznej oraz podwyższonej niepewności co do dalszego przebiegu procesu chłodzenia inflacji, nie tylko w wymiarze krajowym, ale również globalnym. Patrząc poprzez analogie w samym obszarze stóp procentowych, to ostatnio podobny ich poziom w USA był obserwowany w latach 2006-2007. Wtedy też przez nieco ponad rok stopa Fed po cyklu podwyżek stabilizowała się powyżej 5%. Potem nastąpił Kryzys Finansowy. Obecnie scenariuszem bazowym jest miękkie lądowanie amerykańskiej gospodarki (wzrost PKB powyżej 1% w 2024), ale sprowadzenie inflacji przez Fed do 2% bez recesji, z historycznego punktu widzenia byłoby niemal majstersztykiem. Po drugiej stronie tego procesu leży ryzyko de facto niedostatecznego zacieśnienia polityki monetarnej (bądź co bądź gospodarka USA zaskakuje w 2023 pozytywnie), co mogłoby być jednym z elementów nawrotu zjawisk inflacyjnych. Tu widzimy również podwyższone ryzyka dla krajowego podwórka, mając cały czas z tyłu głowy ciasny rynek pracy i jednocześnie spodziewane odbicie popytu konsumpcyjnego, które raczej razem nie sprzyjają chłodzeniu inflacji. Dodatkowo w tle jest pewna niewiadoma co do kierunku rozwoju kryzysu w sektorze nieruchomości Chin. Jednocześnie komentując skalę powyższych ryzyk stwierdzamy, że naszym zdaniem niepewność prognoz ma coraz mniejszą amplitudę. Wpływa na to głównie dalsze wygładzanie zaburzeń związanych z pandemią oraz wybuchem wojny Rosji z Ukrainą.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 13-12-23

| | 3q22 | 4q22 | 1q23 | 2q23 | 3q23P | 4q23P | 2023P | 2024P |
|---|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Wzrost gospodarczy | | | | | | | | |
| PKB (realnie, %, r/r) | 4,1 | 2,5 | -0,3 | -0,6 | 0,5 | 2,1 | 0,5 | 3,3 |
| Inwestycje (realnie, %, r/r) | 2,5 | 5,6 | 6,8 | 10,5 | 7,2 | 7,3 | 7,9 | 2,5 |
| Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r) | 2,9 | 1,0 | -2,0 | -2,8 | 0,8 | 3,3 | -0,1 | 4,5 |
| Ceny i płace | | | | | | | | |
| Inflacja CPI - koniec okresu (% r/r) | 17,2 | 16,6 | 16,1 | 11,5 | 8,2 | 6,8 | 6,8 | 5,7 |
| Inflacja CPI - średnio (% r/r) | 16,3 | 17,3 | 17,0 | 13,1 | 9,7 | 6,6 | 11,6 | 4,8 |
| Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% r/r) | 14,6 | 12,3 | 14,3 | 13,8 | 11,1 | 12,9 | 13,0 | 10,0 |
| Rynek pracy | | | | | | | | |
| Bezrobocie - koniec okresu w % | 5,1 | 5,2 | 5,4 | 5,0 | 5,0 | 5,1 | 5,1 | 5,3 |
| Bezrobocie - średnio (%) | 5,2 | 5,1 | 5,5 | 5,1 | 5,0 | 5,0 | 5,2 | 5,3 |
| Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% r/r) | -0,7 | 0,1 | 0,8 | 0,5 | 1,1 | 0,2 | 0,6 | 0,1 |
| Stopy procentowe | | | | | | | | |
| Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%) | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,00 | 5,75 | 5,75 | 5,00 |
| Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%) | 7,17 | 6,86 | 6,06 | 5,78 | 5,91 | 5,21 | 5,21 | 5,02 |

Prognozy wybranych danych miesięcznych

| | lis 22 | wrz 23 | paź 23 | lis 23 | gru 23 |
|--|--------|--------|-------------|-------------|-------------|
| Stopa referencyjna NBP (%) | 6,75 | 6,00 | 5,75 | 5,75 | 5,75 |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | | 5,75 |
| Produkcja przemysłowa (% r/r, ceny stałe) | 4,5 | -3,3 | 1,6 | 0,1 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 0,8 | |
| Produkcja budowlano-montażowa (% r/r, ceny stałe) | 4,0 | 11,5 | 9,8 | 8,0 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 7,3 | |
| Sprzedż detaliczna (% r/r, ceny stałe) | 1,6 | -0,3 | 2,8 | 0,7 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 1,8 | |
| Inflacja konsumencka (% r/r) | 17,5 | 8,2 | 6,6 | 6,6 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 6,6 | |
| Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% r/r) | 11,4 | 8,4 | 8,0 | 7,6 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 7,6 | |
| Stopa bezrobocia (%) | 5,1 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 5,0 | |
| Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% r/r) | 2,3 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | -0,2 | |
| Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% r/r) | 13,9 | 10,3 | 12,8 | 12,2 | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | | 11,2 | |
| Eksport towarów (% r/r, EUR) | 22,0 | -4,3 | -3,2 | | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | -2,4 | | |
| Import towarów (% r/r, EUR) | 19,4 | -14,8 | -9,6 | | |
| <i>konsensus Parkiet</i> | | | -9,7 | | |

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.



”

ODBICIE POTWIERDZONE

Makrowizjer