




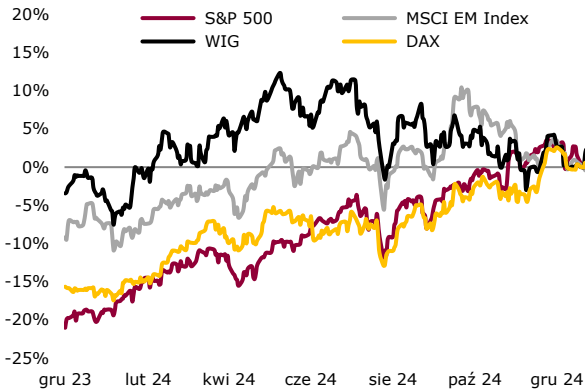


Przeciąganie **liny**

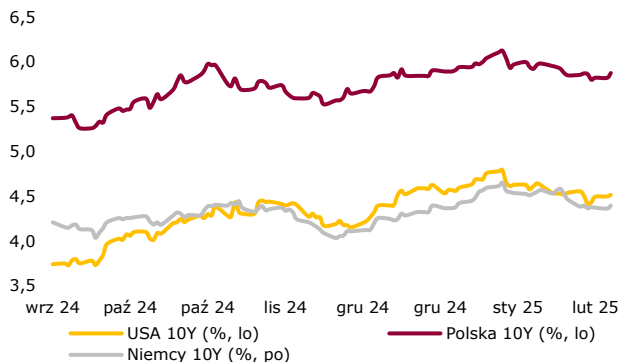
MAKROWIZJER
LUTY 2025

-  Przeciąganie liny między Stanami Zjednoczonymi a partnerami handlowymi
-  Zamieszanie przedwyborcze w Niemczech
-  Pozytywne sygnały z polskiej gospodarki

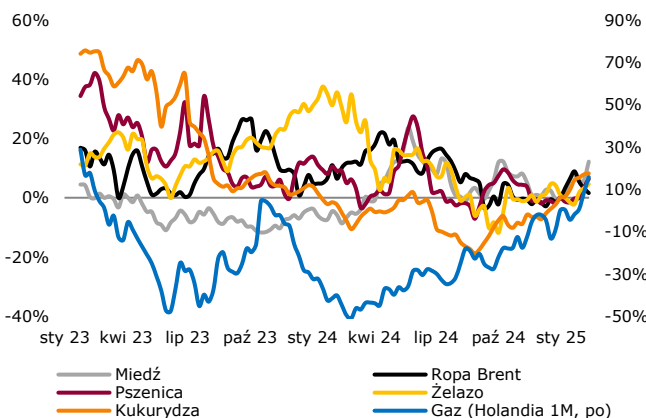
Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2024)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Zmiana notowań bieżących kontraktów surowców względem końca '24 (średnie tygodniowe)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

Początek roku na rynkach akcyjnych rozpoczął się bardzo dobrze. Indeks MSCI World wzrósł do końca stycznia o 3,5%. Na plus od początku 2025 r. wyróżniają się zdecydowanie europejskie rynki: DAX wzrósł o 9,2% a WIG o 9,8% w ciągu pierwszego miesiąca 2025 roku. Również na plus jest rynek amerykański: S&P 500 wzrósł w styczniu o 2,7%. Słabszy wynik związany jest ze styczniową przeceną akcji technologicznych gigantów notowanych na amerykańskiej giełdzie, która spowodowana była wypuszczeniem chińskiej sztucznej inteligencji (DeepSeek). Rozwiązanie z dalekiego wschodu miało być zdecydowanie tańsze, szybsze i lepsze od amerykańskich propozycji, jednakże po pierwszej fali entuzjazmu, okazuje się, że również DeepSeek ma swoje ograniczenia i problemy. Początek lutego na amerykańskiej giełdzie nie jest euforyczny, ale nie mamy też do czynienia z dużymi spadkami. W związku z powyższym amerykańskie spółki technologiczne mogłyby powiedzieć, parafrazując wybitnego pisarza: *pogłoski o naszej śmierci są mocno przesadzone*.

Na rynkach obligacji w styczniu nie obserwowaliśmy dużych zmienności. Zgodnie z oczekiwaniami, na styczniowym posiedzeniu Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian, a EBC zdecydował się na cięcie o 25 p.b. Na koniec stycznia rentowności amerykańskich 10-latek były w okolicach 4,5%. Rentowności niemieckich Bundów na koniec stycznia były w okolicach 2,5%, ale w ostatnich dniach, po decyzji EBC, rentowności niemieckich 10-latek spadają.

Na krajowym rynku długu mieliśmy w ostatnim miesiącu do czynienia ze wzrostem rentowności powyżej 6% od początku stycznia, po czym polskie 10-letnie obligacje zaliczyły umocnienie i aktualnie notowane są w okolicach 5,85%, co jest zbliżonym poziomem do tego z końca ubiegłego roku. Stabilizacja w ostatnich dniach wynika między innymi z retoryki RPP, która na lutym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych, a wypowiedzi prezesa A. Glapińskiego nie zapowiadają rychłego cięcia stóp.

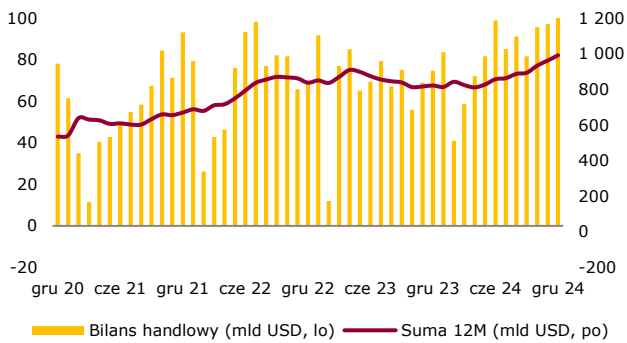
Surowce

Ceny ropy Brent od początku roku pozostają na poziomie powyżej 70 USD za baryłkę. Okresowo w styczniu notowania były nawet powyżej 80 USD za baryłkę, ale aktualnie cena stabilizuje się w okolicach 75 USD. Niższa cena ropy uwzględnia m.in. obawy o to, że wojny celne wpłyną negatywnie na globalny wzrost gospodarczy, co w konsekwencji odbije się na popycie na ropę.

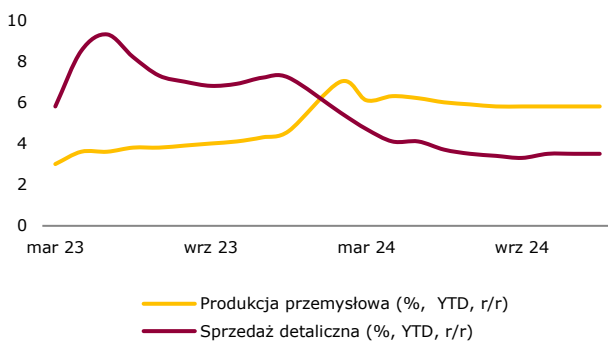
W ostatnich miesiącach ciągle utrzymuje się presja na ceny gazu w Europie zachodniej, które na początku lutego są wyższe o ok. 90% wobec analogicznego okresu rok temu, gdy w lutym 2024 ceny gazu były rekordowo niskie.

Globalny indeks cen żywności FAO w styczniu spadł o 1,6% wobec odczytu z grudnia'24 i wyniósł 124,9. Wskaźnik cen żywności był o 6,2% wyższy niż w analogicznym okresie rok temu. W ujęciu m/m droższe były produkty mleczne oraz zboża. Indeks cen zbóż wzrósł o 0,3% m/m, co powodowane

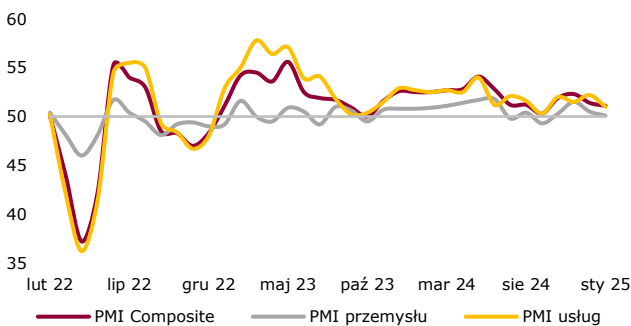
Chiny – bilans handlowy (towary)



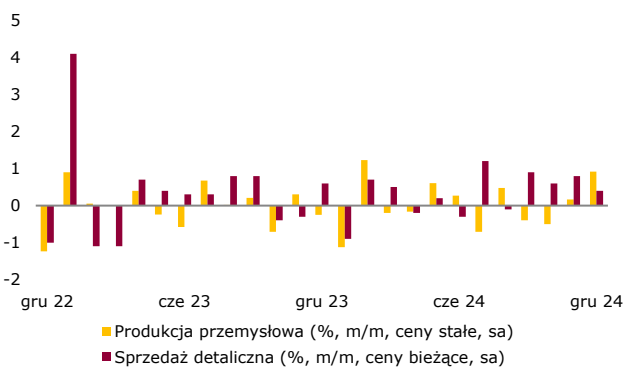
Chiny – produkcja i sprzedaż (% , r/r)



Chiny – PMI



USA - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

było m.in. niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi w Argentynie, a także słabymi prognozami produkcji kukurydzy. Tańsze niż w grudniu'24 były z kolei mięso, cukier oraz oleje roślinne.

Chiny

Od czasu zaprzysiężenia D. Trumpa na prezydenta USA, za kulisami światowej gospodarki odbywa się przeciąganie liny pod dnem Pacyfiku. Nowa administracja Stanów Zjednoczonych jest zdeterminowana do wspierania rodzimej produkcji przemysłowej i planuje nakładanie wysokich ceł na produkty zza granicy. Na początku lutego pierwsza transza ceł na produkty importowane do USA z Chin została wprowadzona, na średnim poziomie 10%. Władze w Pekinie podjęły rękawicę i wprowadziły 15% cła na niektóre produkty sprowadzane ze Stanów Zjednoczonych. Jednocześnie rząd Państwa Środka zapowiedział m.in. wszczęcie postępowania antymonopolowego ws. Google. Patrząc na nadwyżkę handlową Chin oraz problemy z popytem wewnętrznym, wydaje się, że w pierwszej fazie wojny handlowej USA vs Chiny, to Amerykanie mają przewagę, natomiast w przypadku zaostrzenia wymiany ognia, konsekwencje mogą być trudne do przewidzenia, a gospodarka USA może oberwać rykoszetem w postaci podwyższonej ścieżki inflacji.

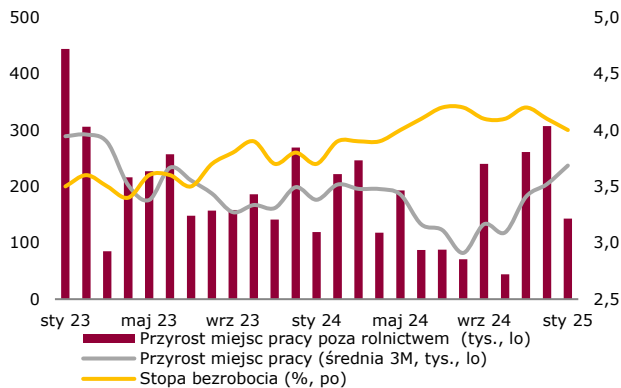
Indeks PMI dla Chin ciągle nie wskazuje na mocne odbicie gospodarki. W styczniu PMI dla przemysłu spadł wobec grudnia o 0,4 do poziomu 50,1. Odczyt ciągle jest powyżej granicy 50, ale jest to drugi miesiąc z rzędu spadku. Na plus należy wskazać, że produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła, jednakże zatrudnienie spada najszybciej od prawie 5 lat. Indeks PMI dla usług również zaliczył spadek do 51 z 52,2 w grudniu. Podobnie jak w przypadku sektora wytwórczego, w usługach również obserwujemy spadek zatrudnienia (najszybszy spadek od kwietnia'24). Podsumowując, chińska gospodarka wchodzi w 2025 rok z pogarszającymi się wskaźnikami koniunktury, choć w przypadku zarówno usług, jak i przemysłu te wciąż sugerują ożywienie.

Rząd Państwa Środka zapowiedział kontynuowanie wsparcia konsumentów w 2025 roku, co powinno powodować ożywienie popytu wewnętrznego. Programy pomocowe z poprzedniego roku wywarły krótkotrwały efekt i podbudowały sprzedaż detaliczną, co przełożyło się na dobry odczyt PKB za 4Q'24: 5,4% r/r. Trudno jest jednak w tym momencie wskazać, czy tak stymulowane ożywienie może być długotrwałe.

USA

Początek roku przebiegał w Stanach Zjednoczonych zgodnie z rytmem nadawanym przez nową administrację. Prezydent D. Trump w dniu objęcia urzędu w swoich wypowiedziach i pierwszych decyzjach był stanowczy, natomiast nie zrealizował w szybkim tempie wszystkich swoich przedwyborczych obietnic. W połowie stycznia zaczęły dochodzić głosy, że zapowiadane cła na importowane dobra będą wprowadzane stopniowo. Na początku lutego D. Trump rozpoczął jednak dość intensywne przeciąganie liny ze swoimi sąsiadami: Meksykiem oraz Kanadą. Nałożone zostały 25% cła na towary z tych krajów, a głównym powodem podawanym przez Białym Dom, była chęć uszczelnienia granicy. Po rozmowach z premierem Kanady oraz prezydentem Meksyku D. Trump zdecydował, że decyzja o cłach zostaje zawieszona na 30 dni, ponieważ sąsiedzi USA zapowiedzieli wzmocnienie działań, które mają zapobiegać napływowi nielegalnych imigrantów oraz narkotyków

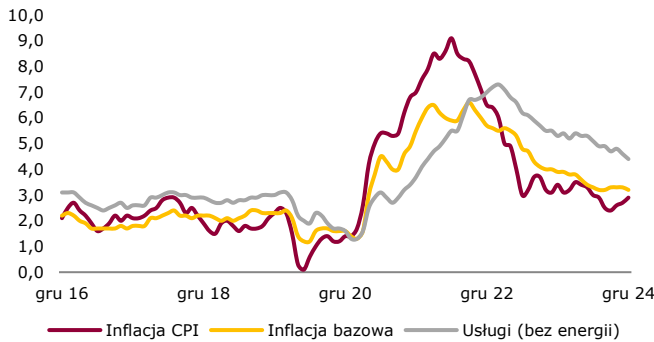
USA – rynek pracy



zarówno przez północną, jak i przez południową granicę Stanów Zjednoczonych.

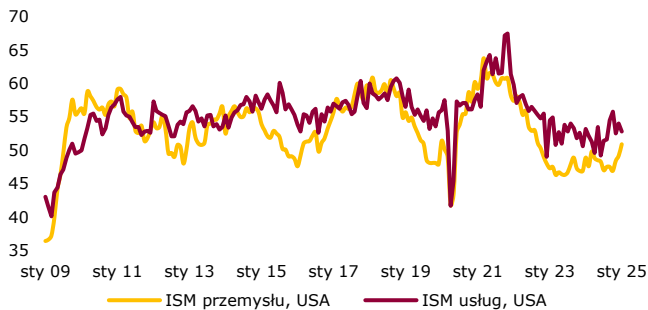
Twarde dane z amerykańskiej gospodarki ciągle podtrzymują narrację o tym, że gospodarka dobrze sobie radzi w otoczeniu podwyższonych stóp procentowych. Produkcja przemysłowa w grudniu wzrosła o 0,9% m/m, zdecydowanie przebijając konsensus rynkowy na poziomie 0,3% m/m. Ponadto rewizji poddano dane za listopad (0,2% m/m vs -0,1% m/m wcześniej). Problemy, które gnębiły sektor przemysłowy w poprzednich miesiącach (m.in. strajki w Boeingu), zostały rozwiązane, co pozytywnie wpłynęło na produkcję przemysłową. Sprzedaż detaliczna w grudniu wyniosła 0,4% m/m, co było odczytem lekko poniżej oczekiwań rynkowych (0,6% m/m) a także poniżej wyniku z listopada, który to poddany został rewizji (zmiana z 0,7% m/m na 0,8% m/m).

USA – inflacja CPI (% , r/r)



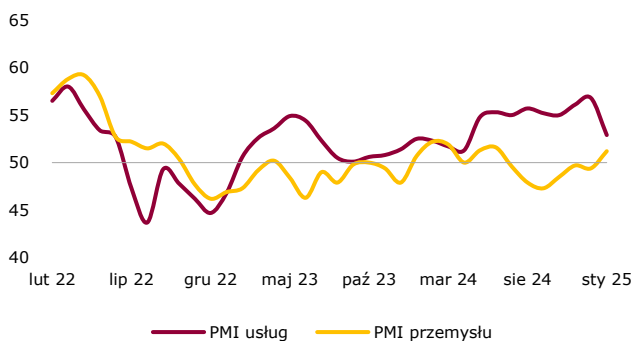
Dane o zatrudnieniu w Stanach Zjednoczonych w styczniu były mieszane i niejednoznaczne. Z jednej strony zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 143 tys. przy oczekiwaniach na poziomie 170 tys., ale jednocześnie dane z poprzedniego miesiąca poddano sporej rewizji (+307 tys. vs +256 tys. wcześniej). Również zatrudnienie w sektorze prywatnym było niższe od konsensusu (111 tys. vs 140 tys.), ale tutaj również mamy do czynienia z rewizją danych grudniowych (273 tys. vs 223 tys. wcześniej). Z drugiej strony stopa bezrobocia spadła do poziomu 4,0%, przy oczekiwaniu stabilizacji na 4,1%, a płaca godzinowa wzrosła o 0,5% m/m, szybciej od oczekiwań (0,3% m/m). Podsumowując, mimo tego, że liczba nowych etatów jest niższa od oczekiwań w styczniu, to kilku miesięczna średnia ciągle pozostaje na wysokim poziomie. Ponadto obserwujemy niższą stopę bezrobocia, co nie daje Fed argumentów za tym, aby spieszyć się z obniżkami stóp procentowych.

USA – indeksy koniunktury ISM



Grudniowa inflacja CPI w USA była zgodna z oczekiwaniami i wzrosła do 2,9% r/r wobec 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Po wyrównaniu sezonowym CPI wzrósł o 0,2% m/m (0,1 p.p. mniej od konsensusu). Grudzień był kolejnym miesiącem, gdy inflacja w Stanach Zjednoczonych oddaliła się od celu Fed (2,0%), przez co nie zmienia się obraz bieżącej sytuacji za oceanem – na obniżki stóp przyjdzie czas, ale nie w najbliższych miesiącach.

USA – wskaźniki PMI (S&P Global)

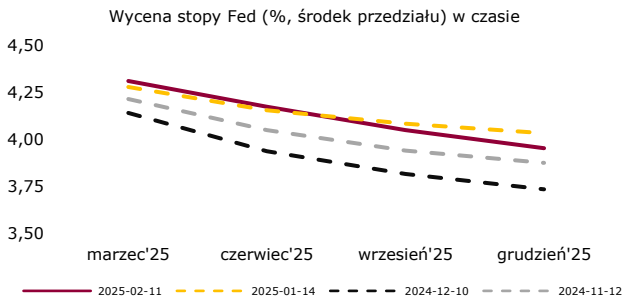


Początek 2025 roku przyniósł nam pozytywne wieści zarówno z sektora przemysłowego jak i usługowego. PMI dla przemysłu w Stanach Zjednoczonych w styczniu przebił barierę 50 i wyniósł 51,2 wobec 49,4 miesiąc wcześniej. PMI dla usług spadł dość istotnie z 56,8 do 52,9, ale wynik ciągle jest powyżej 50. Dodatkowo ISM dla przemysłu w styczniu wyniósł 50,9, gdzie indeks zatrudnienia wzrósł z 45,4 do 50,3. Patrząc długoterminowo na ISM dla przemysłu, można pokusić się o stwierdzenie, że amerykańska gospodarka odbija się, jednakże do ostatecznego potwierdzenia tej tezy należy poczekać na kolejne odczyty koniunktury,

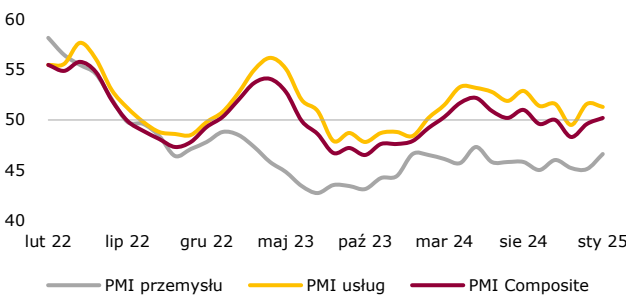
Na styczniowym posiedzeniu FOMC stopy procentowe w USA pozostały bez zmian, tj. na poziomie 4,25-4,50%. Decyzja Fed nie jest zaskoczeniem dla rynku, a niemal wszystkie dane makroekonomiczne podtrzymują narrację o niespieszeniu się z redukcją stóp procentowych. W USA obserwujemy wzrost gospodarczy, indeksy PMI i ISM napawają optymizmem, a sytuacja na rynku pracy jest stabilna. J. Powell na konferencji po posiedzeniu stwierdził, że wg niego jest szansa na to, że uda się sprowadzić inflację do celu bez mocnego pogorszenia na rynku pracy. Aktualnie rynkowe wyceny stóp procentowych wskazują na jedno lub dwa cięcia stóp procentowych do końca 2025 roku. Ryzykiem dla prowadzonej polityki monetarnej są decyzje płynące z Białego Domu, które aktualnie wydają się klarować – czeka

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

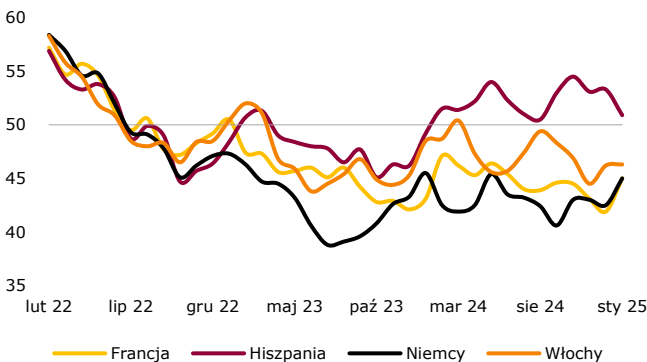
Wyceny stóp procentowych EBC i Fed na wrzesień'25 (%)



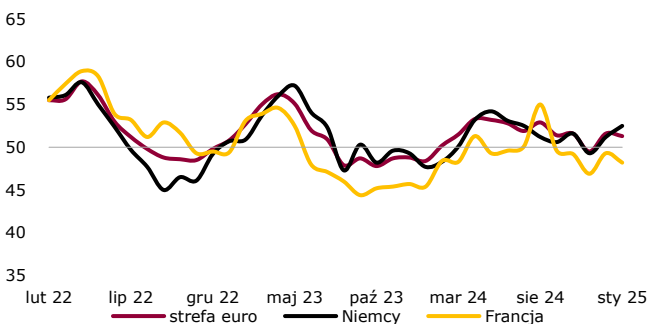
Strefa euro - wskaźniki PMI (S&P Global)



Strefa euro – wskaźniki PMI przemysłu (S&P Global)



Strefa euro – wskaźniki PMI usług (S&P Global)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

nas stopniowe wprowadzanie ceł, które będą działać proinflacyjnie, natomiast sposób ich wprowadzania będzie łagodniejszy niż to, co było komunikowane w trakcie kampanii prezydenckiej. Jako ciekawostkę można dodać, że w mediach D. Trump wywołuje do tablicy decydentów z Fed mówiąc, że stopy procentowe w USA są zbyt wysokie i powinny być niższe, aby amerykańska gospodarka stała się „znów wielka”. Członkowie FOMC są jednak odporni na polityczne zagrywki amerykańskiego prezydenta i zapowiadają prowadzenie polityki monetarnej zgodnie z planem tak, aby doprowadzić inflację do celu.

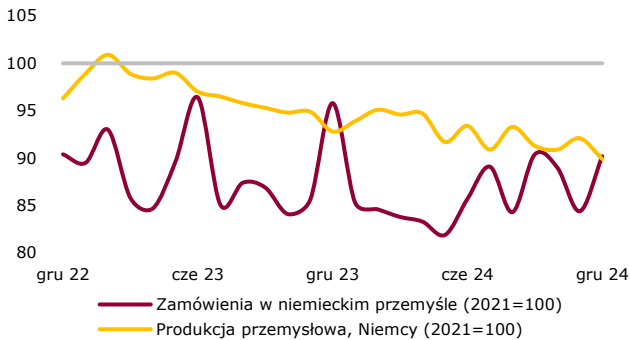
Europa

Po inauguracji D. Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych, między Białym Domem i głównymi partnerami handlowymi zaczęło się przeciąganie liny. W przypadku ceł nakładanych na kolejne kraje na razie brak jest nowych taryf, które mocno uderzałyby w Europę. Natomiast zgodnie z zapowiedziami D. Trumpa, w trakcie bieżącego roku możemy spodziewać się zaostrzenia na tym polu. Na dziś trudno wyrokować, kiedy i w jakiej wysokości zostaną nałożone cła na kraje europejskie, szczególnie mając na uwadze rozwiązania celne między USA a bezpośrednimi sąsiadami. W przypadku ceł z początku lutego nałożonych na Kanadę i Meksyk zostały one zawieszona na miesiąc, w reakcji na zapowiedzi tych krajów o mocniejszym pilnowaniu granic ze Stanami Zjednoczonymi. Może to nam sugerować, że nakładanie ceł na kolejne kraje może być wykorzystywane przez Biały Dom jak ważna karta przetargowa do realizacji amerykańskich celów gospodarczych. Jednak niezależnie od tego, cła na niektóre towary europejskie najprawdopodobniej zostaną wprowadzone, co będzie mogło mieć negatywny wpływ na europejską gospodarkę.

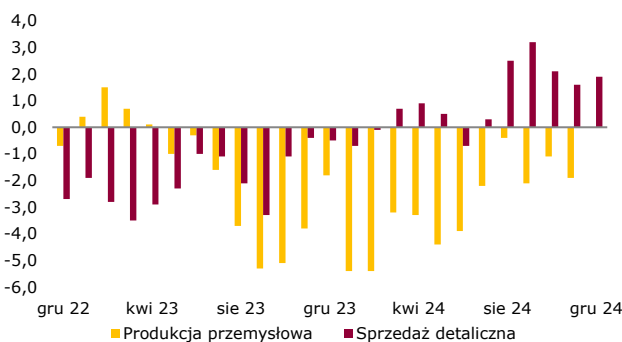
Oprócz współpracy handlowej z USA, na pierwszy plan w Europie wysuwają się aktualnie przedterminowe wybory w Niemczech, które mają odbyć się pod koniec lutego. W sondażach prowadzi CDU/CSU, natomiast ciągle nie wiadomo z kim będą tworzyć koalicję po wyborach, bo na samodzielną większość raczej nie ma szans. W ostatnich dniach dyskusja polityczna za naszą zachodnią granicą zaozgaźniła się jeszcze bardziej, gdy dzięki głosom ultrapravicowej AfD przyjęto plan migracyjny CDU/CSU. Była to sytuacja niezwykle, ponieważ do tej pory żadna z głównych partii politycznych nie głosowała wspólnie z AfD w parlamencie. Podsumowując, aktualnie prowadzi CDU/CSU, jednakże nie będą mieli samodzielnej większości, a efekt „współpracy” z AfD w ostatnich dniach może negatywnie wpłynąć na notowania lidera, choć kandydat na kanclerza CDU/CSU wypowiada się w tonie, który należy odczytywać jako dystansujący od AfD. W takiej sytuacji już teraz wiemy, że utworzenie rządu koalicyjnego w Niemczech będzie wyjątkowo trudne.

W styczniu obserwowaliśmy poprawę wskaźników PMI zarówno dla usług, jak i dla przemysłu w większości krajów europejskich. PMI dla przemysłu w największych gospodarkach cały czas jest poniżej 50, natomiast wzrosty względem grudnia są imponujące (Niemcy: wzrost z 42,5 do 45, Francja: wzrost z 41,9 do 45). PMI dla przemysłu w całej strefie euro jest na najwyższym poziomie od 8 miesięcy (46,6) – nie jest to jeszcze sygnał mówiący o tym, że europejska gospodarka zaczyna się rozwijać, natomiast firmy aktualnie mają coraz większe zaufanie co do przyszłości. Podsumowując, europejska gospodarka ciągle mierzy się z trudnościami, ale widzimy pewne oznaki, które mogą świadczyć o tym, że w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali poprawę.

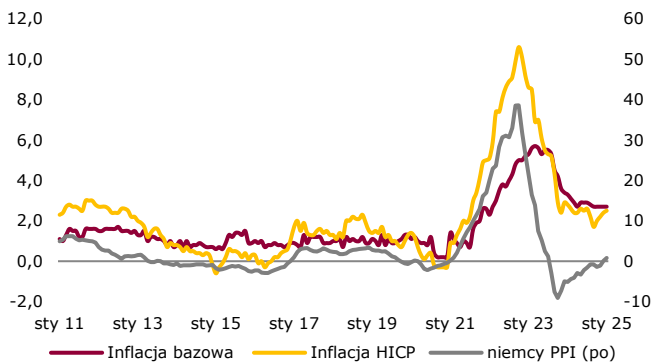
Niemcy – produkcja i zamówienia



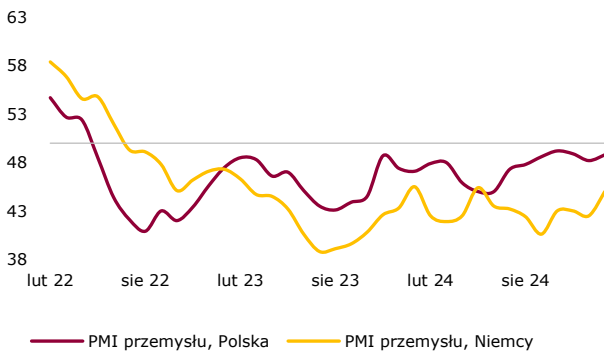
Strefa euro – Przemysł i sprzedaż detaliczna (% r/r)



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



Polska – PMI przemysłu, Polska vs Niemcy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Patrząc natomiast na bieżące odczyty twardego danych z europejskiej gospodarki, możemy zauważyć trwającą stagnację. Produkcja przemysłowa w strefie euro w listopadzie spadła o 1,9% r/r. Lekko negatywnie przed grudniowym odczytem nastrajają nas grudniowe dane o produkcji przemysłowej w Niemczech, która spadła o 3,1% r/r w.d.a., przy oczekiwanym spadku i 2,1% r/r. Świąteczkiem w tunelu, szczególnie na kolejne miesiące, pozostają polepszające się odczyty PMI dla przemysłu, a także polepszające się dane o nowych zamówieniach w niemieckim przemyśle, które w grudniu wzrosły o 6,9% m/m s.a. Wzrost ten ciągnięty był przez zamówienia w sektorze transportowym (+55,5% m/m). Po wyłączeniu zamówień na dużą skalę, zamówienia mimo wszystko wzrosły o 2,2% m/m, co pokazuje na poprawę w całym sektorze. Podsumowując, w europejskim przemyśle przełom roku nie przynosi klarownego sygnału o odbiciu, natomiast dostajemy coraz więcej danych mówiących o tym, że w najbliższych miesiącach ożywienie może faktycznie nastąpić.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro w grudniu wyniosła zgodnie z oczekiwaniami 1,9% r/r wobec 1,6% r/r miesiąc wcześniej. Sprzedaż detaliczna w 4Q'24 wyhamowała wobec odczytu z września'24 (2,9% r/r), co potwierdzają również dane o nastrojach konsumentów, które przez cały poprzedni kwartał pogarszały się, ale podobnie jak w przypadku sektora przemysłowego, styczniowe dane przynoszą nam trochę optymizmu – nastroje konsumentów lekko się poprawiły.

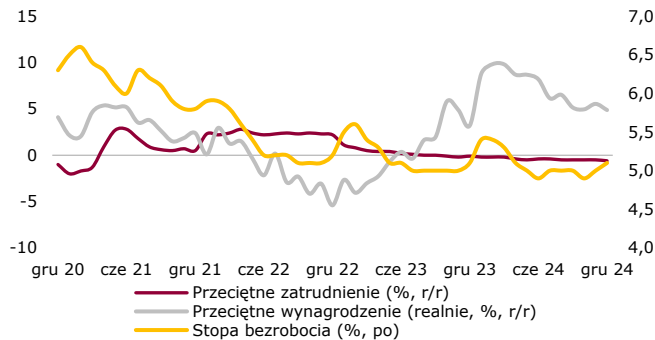
Inflacja HICP w strefie euro w styczniu wzrosła do poziomu 2,5% r/r z 2,4% r/r w grudniu, co było odczytem lekko powyżej konsensusu: 2,4% r/r. Inflacja bazowa HICP ustabilizowała się na 2,7% r/r, przy oczekiwaniach spadku do 2,6% r/r. W strefie euro ciągle podwyższona pozostaje inflacja usług (3,9% r/r), podczas gdy inflacja żywności wyniosła 2,3% r/r wobec 2,6% r/r przed miesiącem. Aktualny poziom inflacji ciągle pozostaje na poziomie, który wydaje się akceptowalny przez EBC, mając na uwadze gołębie wypowiedzi C. Lagarde i potencjalne obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Aktualne wyceny rynkowe wskazują na możliwość obniżek o około 75 p.b. do końca bieżącego roku.

Polska

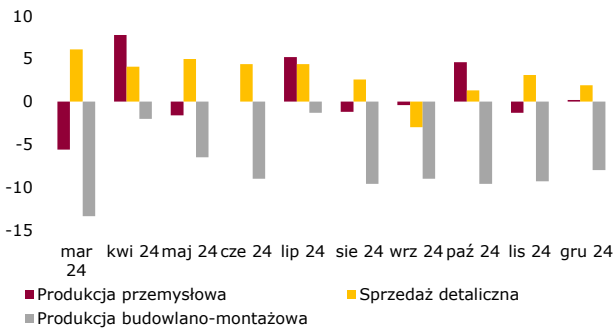
Pod koniec stycznia GUS opublikował wstępny szacunek PKB za cały 2024 rok i odnotowaliśmy wzrost na poziomie 2,9% r/r, który był lekko mocniejszy od konsensusu (2,8% r/r). Szacujemy, że w samym 4Q'24 PKB wzrósł o 3,5% r/r, czyli zauważalnie szybciej niż w 3Q'24, w trakcie którego ożywienie gospodarcze w Polsce lekko przygasło, szczególnie za sprawą konsumpcji gospodarstw domowych. W całym 2024 roku ożywienie było możliwe właśnie dzięki konsumpcji prywatnej, która przez większą część roku była mocno wspierana wysokim wzrostem realnych dochodów. Dodatkowo lekko pozytywnie zaskoczyły nas inwestycje. W 2025 roku spodziewamy się wzrostu PKB o 3,7% r/r, m.in. dzięki poprawie w popycie inwestycyjnym (przyspieszenie wydatkowania pieniędzy unijnych, w tym z KPO).

Na początku drugiego tygodnia lutego, premier D. Tusk przedstawił plan gospodarczy dla Polski, według którego rok 2025 ma być rokiem przełomowym w inwestycjach, które mają sięgnąć 650 mld zł. Mają zostać podjęte działania idące zarówno w kierunku inwestycji infrastrukturalnych, jak i budowy elektrowni atomowej, która ma zapewnić bezpieczeństwo energetyczne w Polsce. Dodatkowo premier zapowiedział, że należy przygotować akty prawne, które będą miały za zadanie stworzenie odpowiedniego otoczenia prawnego dla nowych i istniejących inwestycji.

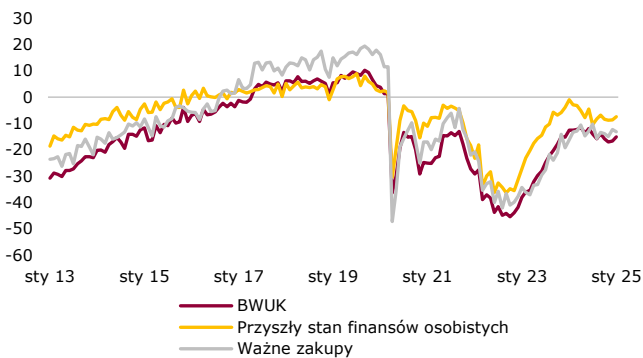
Polska – rynek pracy



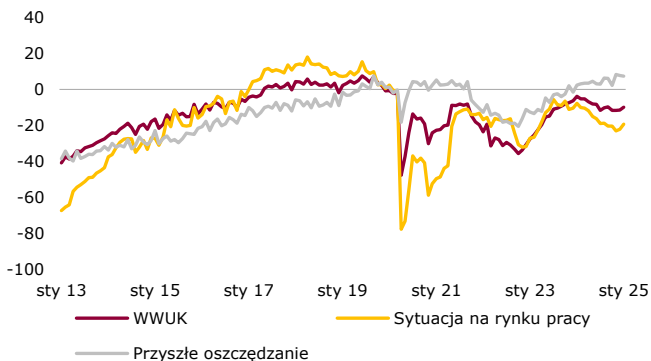
Polska - dynamika (r/r, %) głównych danych miesięcznych



Polska - nastroje konsumentów (bieżące)



Polska – nastroje konsumentów (przyszłe)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

Nastroje w polskiej gospodarce w styczniu uległy pewnej poprawie. Wskaźnik PMI dla przemysłu wzrósł z 48,2 w grudniu do 48,8 w styczniu, co jest pierwszym wzrostem od 3 miesięcy. PMI dla przemysłu w innych krajach europejskich również wzrosły i mimo tego, że ciągle są poniżej 50, to może to zwiastować powrót do wzrostów w kolejnych miesiącach. Jeżeli m.in. niemiecka gospodarka wróci na właściwe tory, to z pewnością skorzysta na tym również polski przemysł.

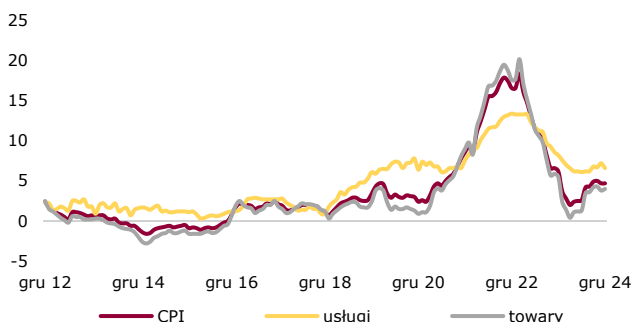
Twarde dane z polskiej gospodarki w grudniu były niejednoznaczne. Produkcja przemysłowa wzrosła o zaledwie 0,2% r/r, przy oczekiwaniach wzrostu o 2,5% r/r. Na mocny minus była branża motoryzacyjna, która zanotowała spadek o około 15% r/r. W 2025 spodziewamy się ożywienia w krajowym sektorze przemysłowym, które powinno być napędzane poprawą zarówno w popycie konsumpcyjnym (zarówno wewnętrznym jak i zewnętrznym), jak i inwestycyjnym (głównie krajowym), a także odbudową zapasów. Takie nastawienie potwierdzają również dane GUS o nowych zamówieniach w polskim przemyśle w grudniu, które bardzo mocno wzrosły o 52,7% r/r, co jest odczytem zaskakującym i wyglądającym jak anomalia. Nawet jeżeli przyjmemy, że grudniowe dane o nowych zamówieniach mogą być jednorazowym wyskokiem, to całościowo wydzwięk danych pozostaje pozytywny i stanowi dobry prognostyk dla perspektyw ożywienia w polskim przemyśle. Również koniunktura u naszego największego partnera handlowego (w Niemczech) wygląda na początku roku nieco lepiej.

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w grudniu o 1,9% r/r, co było odczytem zdecydowanie poniżej oczekiwań rynkowych (4,0% r/r). Dane były rozczarowujące, ale mimo wszystko 4Q'24 jest lepszy niż 3Q'24 (średni wzrost w ujęciu r/r w ostatnim kwartale 2024 był na poziomie 2,1%, podczas gdy kwartał wcześniej było to 1,3%). W styczniu spodziewamy się dalszego wzrostu sprzedaży detalicznej o 1,3% r/r.

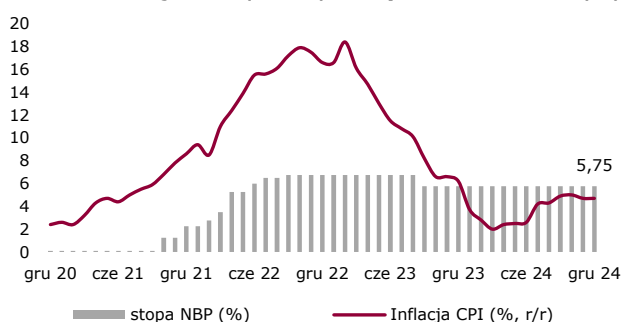
Końcówka roku przyniosła nam osłabienie dynamiki wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw. Płace wzrosły mniej od oczekiwań rynkowych o 9,8% r/r wobec 10,5% r/r miesiąc wcześniej. Mając na uwadze inflację w drugiej połowie 2024 roku na poziomie ok. 5%, realny wzrost małał na przestrzeni całego ubiegłego roku, co częściowo przełożyło się na zmniejszoną konsumpcję gospodarstw domowych. Jednocześnie w grudniu pogłębił się spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw: oczekiwana była stabilizacja na poziomie -0,5% r/r, a odczyt wskazał spadek o 0,6% r/r.

Mimo nienajlepszych danych o konsumpcji z końcówki 2024 roku, w nowy rok wchodzimy z nutką optymizmu. Koniunktura konsumencka w styczniu poprawiła się i bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wzrósł o 1,6 p.p. w stosunku do grudnia i wynosi aktualnie -15,1. Najmocniej poprawiła się ocena przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju a także obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Minimalnie niżę niż w grudniu oceniona została ocena bieżącej możliwości dokonywania ważnych zakupów. Jednocześnie wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) również zanotował wzrost o 1,6 p.p. wobec poprzedniego miesiąca i wynosi w styczniu -9,9. Lepiej niż przed miesiącem oceniono między innymi przyszłą sytuację ekonomiczną kraju oraz przyszły poziom bezrobocia. Lekko gorzej niż w grudniu oceniona została z kolei możliwość przyszłego oszczędzania pieniędzy. Mając na uwadze ciągle podwyższoną dynamikę realnych wynagrodzeń oraz poprawę nastrojów konsumenckich, spodziewamy się, że w

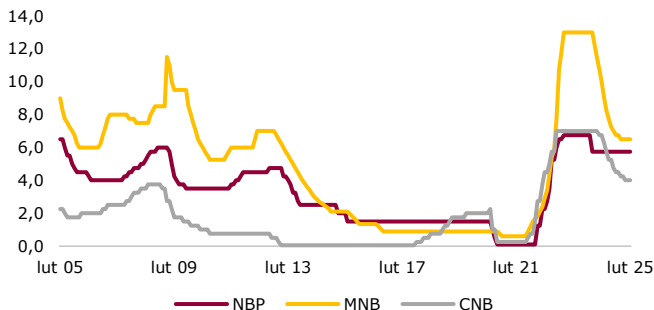
Polska - inflacja CPI, towary i usługi (% r/r)



Polska - Inflacja CPI (% r/r) i stopa bazowa NBP (%)



Stopy procentowe w regionie CEE (bazowa, %)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

najbliższych miesiącach konsumpcja prywatna będzie dodatnio wpływać na wzrost gospodarczy w 1Q'25.

Grudzień przyniósł nam również osłabienie akcji kredytowej. Zgodnie z danymi o podaży pieniądza, opublikowanymi przez NBP, agregat M3 w grudniu wzrósł o 9,3% r/r (mocniej od oczekiwań: 8,7% r/r). Przyspieszenie zawdzięczamy m.in. gotówce (ok. 10% r/r) a także depozytom gospodarstw domowych (ok. 10% r/r) oraz depozytom przedsiębiorstw (3,9% r/r). Co istotne, za przyspieszeniem nie stały kredyty, których dynamika w przypadku gospodarstw domowych wyhamowała z 3,5% r/r do 2,8% r/r, a w przypadku przedsiębiorstw z 5,3% r/r do 4,9% r/r. W grudniu na stabilnym poziomie pozostawały kredyty konsumpcyjne (5,7% r/r), ale obniżyła się dynamika kredytów mieszkaniowych w PLN (spadek z 8,8% r/r do 8,4% r/r). Głównym wnioskiem, jaki nasuwa się z danych o podaży pieniądza jest to, że skłonność do oszczędzania przy wysokich stopach procentowych ciągle hamuje wydatki gospodarstw domowych, a sektor prywatny jest ostrożny w pozyskiwaniu nowych kredytów, co może być powodowane pozostającymi na podwyższonym poziomie stopami procentowymi.

Finalny odczyt inflacji w grudniu wyniósł 4,7% r/r, co było korektą w dół względem wstępnego odczytu (4,8% r/r). Ciągłe podwyższona pozostaje inflacja usług (6,6% r/r). Inflacja towarów pozostaje na niższym poziomie (4% r/r). Inflacja bazowa obniżyła się w grudniu o 0,3 p.p. do 4,0% r/r i była poniżej oczekiwań. Po wyłączeniu cen administrowanych inflacja bazowa była na poziomie 3,2% r/r. Ze względu na przełom roku, styczniowy odczyt inflacji CPI poznamy dopiero w połowie lutego i spodziewamy się, że wyniesie on 5,1% r/r.

Mając na uwadze oczekiwany wzrost inflacji w styczniu 2025 r. prezes NBP po ostatnim posiedzeniu RPP brzmiał dość jastrzębio. Wskazywał, że luźna polityka fiskalna może utrudniać luzowanie monetarne i podkreślał, że dalsze decyzje będą zależały od spływających danych. Po raz kolejny podkreślone zostało to, że obniżki stóp procentowych będą mogły nastąpić, gdy projekcje inflacji pokażą szczyt, z którego odczyty będą zmierzały w kierunku celu inflacyjnego NBP. Niektórzy członkowie Rady są mocniej nastawieni na ewentualne obniżki stóp procentowych w tym roku, m.in. L. Kotecki wypowiedział się o tym, że jego zdaniem stopy mogą zostać ścięte nawet o 100 p.b. do końca 2025 roku. Naszym zdaniem stopy procentowe w bieżącym roku spadną łącznie o 75 p.b.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 13-12-2024

	1q24	2q24	3q24	4q24*	1q25P	2q25P	2024P	2025P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	2,1	3,2	2,7	3,5	3,2	3,7	2,9	3,7
Inwestycje (realnie, %, r/r)	1,9	3,2	0,1	0,8	4,1	4,0	1,3	6,8
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	4,4	4,6	0,3	3,3	2,8	2,9	3,1	3,6
Ceny i płace								
Inflacja CPI - koniec okresu (% , r/r)	2,0	2,6	4,9	4,7	5,6	5,2	4,7	3,7
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	2,8	2,5	4,5	4,8	5,5	5,1	3,6	4,5
Płace nominalne w GN - średnio w okresie (% , r/r)	14,4	14,7	13,4	12,9	8,9	8,2	13,9	7,7
Rynek pracy								
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,3	4,9	5,0	5,1	5,2	4,8	5,1	4,9
Bezrobocie - średnio (%)	5,4	5,0	5,0	5,0	5,3	4,9	5,1	4,9
Zatrudnienie w GN - średnio w okresie (% , r/r)	-0,8	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,1	-0,4	0,1
Stopy procentowe								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,75	5,00
Rentowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,44	5,75	5,26	5,89	5,46	5,32	5,89	5,03

*szacunki PKB na podstawie rocznego odczytu

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	sty 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
<i>konsensus Parkiet</i>					5,75
Produkcja przemysłowa (% , r/r, ceny stałe)	2,9	-1,3	0,2	-1,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				-1,0	
Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)	-6,2	-9,3	-8,0	1,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				1,1	
Sprzedaż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)	3,2	3,1	1,9	1,3	
<i>konsensus Parkiet</i>				1,7	
Inflacja konsumencka (% , r/r)	6,2	5,0	4,7	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,1	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii) (% , r/r)	6,2	4,3	4,0	4,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				-	
Stopa bezrobocia (%)	5,4	5,0	5,1	5,4	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,4	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,7	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	12,8	10,5	9,8	10,0	
<i>konsensus Parkiet</i>				9,1	
Eksport towarów (% , r/r, EUR)	-3,1	-4,7	4,1		
<i>konsensus Parkiet</i>			0,4		
Import towarów (% , r/r, EUR)	-4,1	-0,4	5,1		
<i>konsensus Parkiet</i>			4,2		

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.

Podjęwając 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.



Przeciąganie **liny**

MAKROWIZJER