

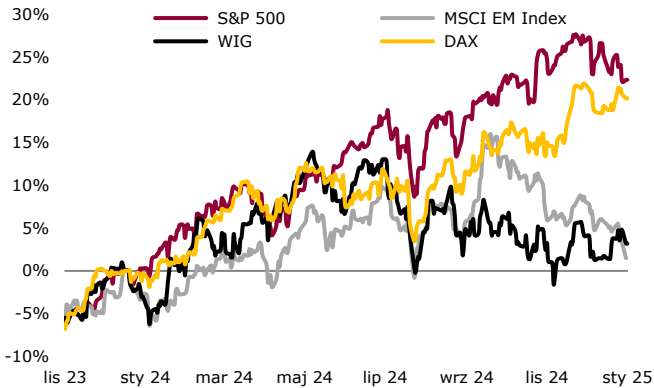


Z nadzieją
w nowy rok **2025**

MAKROWIZJER
STYCZEŃ 2025

- ✓ Chiny wyczekują na stymulację wewnętrzną w obliczu ryzyka z USA
- ✓ W Europie pojawiają się pierwsze sygnały poprawy koniunktury w 2025
- ✓ 4Q'24 w Polsce lepiej niż poprzedni, wzrost PKB w 2025 przyspieszy

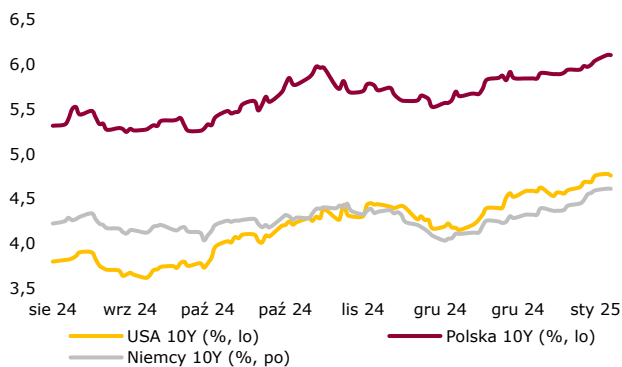
Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



Rynki akcji i długu

W pierwszej połowie grudnia globalne rynki akcji wyznaczyły ubiegłoroczne rekordy, co było związane z „gorączką” odnośnie do polityki D. Trumpa (m.in. obniżki podatków dla korporacji) oraz lepszymi od oczekiwań danymi z gospodarki USA. Jednakże ostatecznie sam grudzień zakończył się na lekkim minusie, po tym jak Fed przedstawił bardziej jastrzębie stanowisko odnośnie stóp procentowych na 2025. Indeks MSCI World obniżył się w grudniu o 2,7%. Jednakże cały rok wypadł bardzo dobrze, z wynikiem 17%. Najbardziej wyróżnił się amerykański indeks SP500 (23,2%), a następnie niemiecki DAX (18,8%). W ujęciu sektorowym najlepiej poradziły sobie spółki związane z energią oraz technologiczne. Na tym tle „błado” wypada polski WIG (1,4%), podczas gdy indeks rynków wschodzących MSCI EM zyskał 5,1%.

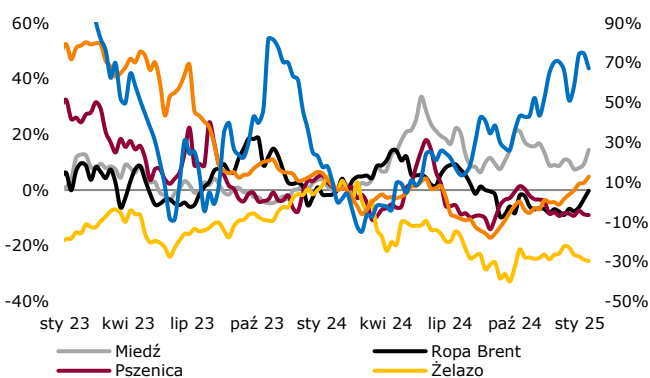
Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



Na rynkach obligacji zmiana nastawienia Fed na bardziej restrykcyjne w ostatnich miesiącach spowodowała wzrost rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych o blisko 80 p.b. w 4Q'24. To przełożyło się także na rentowności niemieckich Bundów, które wzrosły o ok. 20 p.b., mimo utrzymania przez EBC perspektywy luzowania polityki monetarnej.

Końcówka roku nie przyniosła istotnych zmian na krajowym rynku długu. Presja na wzrosty rentowności obligacji skarbowych widoczna w 4Q'24 nadal się utrzymuje. W tym okresie rentowność 10-letnich obligacji wzrosła o ponad 60 p.b., a 2-letnich o ponad 40 p.b., osiągając na koniec roku poziomy odpowiednio ok. 5,88% i 5,11%. Są to wysokie wartości, ale w dużej mierze wynikały z niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego. Na krajowe benchmarki negatywnie oddziaływały również czynniki wewnętrzne. W grudniu presję wywierała zaostrzona retoryka RPP, a rynek niezmiennie konfrontuje się z perspektywą dużej podaży obligacji w 2025.

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



Surowce

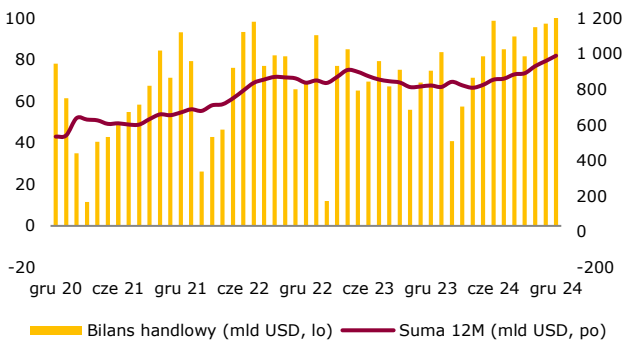
Szeroki indeks surowcowy Bloomberg pozostał w grudniu stabilny, utrzymał się na poziomie zbliżonym do listopadowego, a w ujęciu r/r obniżył się o 0,8%. W szerszym horyzoncie czasowym znajduje się na poziomie najniższym od ok. 3 lat.

Ceny ropy Brent od drugiej połowy października do końca roku wahały się w przedziale 70-75 USD za baryłkę, a więc poziomach najniższych od 2021. Sprzyjał temu m.in. utrzymujący się względnie słaby popyt. Nowy rok to już przejście cen Brent na wyższe poziomy, lekko powyżej 80 USD, co jest odpowiedzią m.in. na zaostrzenie sankcji na dostawy rosyjskiego surowca przez amerykańską administrację.

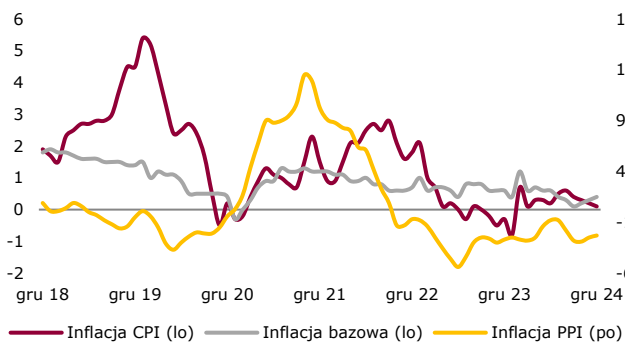
Utrzymuje się presja na wzrost cen gazu w Europie, która na przełomie 2024/2025 dalej nasiliła się. Indeks TTF wyniósł w tym okresie lekko ponad 48 EUR/MWh i był najwyższy od nieco ponad roku.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

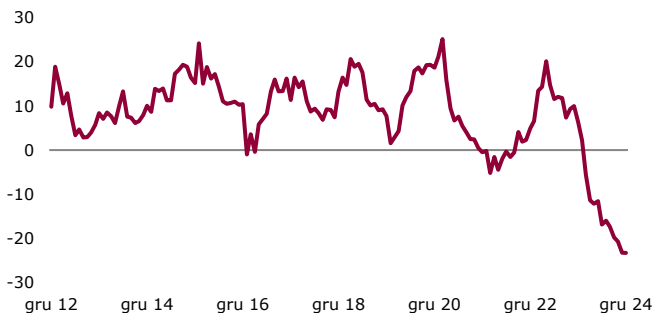
Chiny – bilans handlowy (towary)



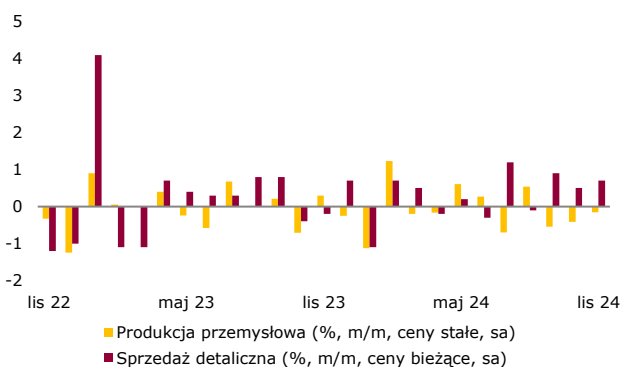
Chiny – inflacja (% , r/r)



Chiny – kredyty do sektora niefinansowego (6M, r/r)



USA - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Globalny indeks cen żywności FAO wzrastał w ciągu 2024, przy czym był jednocześnie niższy od średniego z 2023 o 2,1%. Choć w grudniu ceny żywności obniżyły się o 0,5% m/m, to był to drugi miesiąc z rzędu najwyższych cen w 2024. Spadły indeksy cen cukru, produktów mlecznych, olejów roślinnych i zbóż przy wzroście cen mięsa. W relacji rocznej indeks FAO rósł o 6,7%, o 1 p.p. więcej niż w listopadzie.

Chiny

Najnowsze dane nie zmieniają obrazu chińskiej gospodarki z poprzednich miesięcy. Ta zmagą się z rachitycznym wzrostem w popycie wewnętrznym. Listopadowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji w przemyśle rozczarowały. W bilansie handlowym import towarów odbił w grudniu, po dwóch miesiącach spadków, przy czym pozostaje rachityczny (1,0% r/r), potwierdzając słabość popytu wewnętrznego. Presja inflacyjna w Chinach pozostaje słaba. Wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych CPI w Chinach obniżył się w grudniu 0,1 p.p., do 0,1% r/r, a w całym 2024 wyniósł zaledwie 0,2% r/r. Słaby popyt krajowy odzwierciedlają także ceny producentów. Wskaźnik PPI wzrósł w grudniu o 0,2 p.p. do -2,3% r/r, pozostając na minusie od ok. 2 lat. Chińskiego konsumenta wciąż nie wspiera pogłębiający się kryzys na rynku nieruchomości, co jest odzwierciedlone w coraz mocniejszych spadkach cen mieszkań, wciąż kurczącej się liczbie rozpoczętych budów mieszkań oraz zapaści na rynku kredytowym. Koniunkturę w Chinach niezmiennie wspiera popyt zewnętrzny. W grudniu eksport przyspieszył do 10,7% r/r, a saldo wymiany handlowej w ujęciu 12-miesięcznej sumy osiągnęło nowe rekordy.

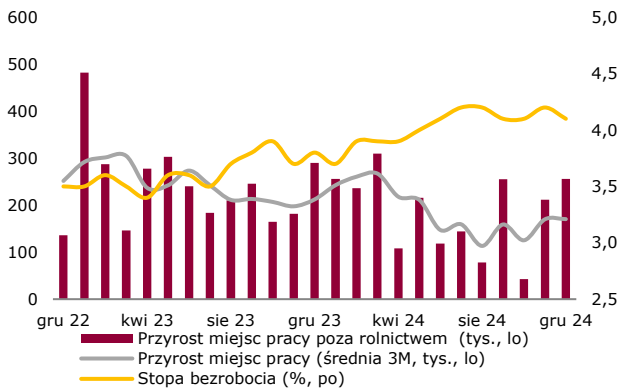
Na 2025 zapowiedziano wiele działań mających wspierać chińskiego konsumenta. Przy utrzymującym się ryzyku nałożenia ceł na chińskie towary przez USA taka polityka wygląda racjonalnie. Pozostaje pytanie, na ile działania stymulujące będą skuteczne. Dotychczas zaproponowane wsparcie nie przyniosło oczekiwanych rezultatów, dlatego w 2025 władze w Pekinie zapowiadają kontynuację luzowania polityki fiskalnej i monetarnej.

USA

Końcówka 2024 przyniosła mieszane dane ekonomiczne z USA, choć dane nierzadko były lepsze od oczekiwań. Najnowsze szacunki wskazują, że wzrost PKB w 4Q'24 może nieco spowolnić wobec 3Q'24, przy czym amerykańska gospodarka pozostaje stabilna. Dane z rynku pracy w grudniu zaskoczyły pozytywnie. Inflacja jest pod kontrolą. Konsument pozostaje mocny. Aktywność w przemyśle pozostaje osłabiona, podczas gdy usługi wskazują na trwające ożywienie. Takie dane wspierają ostrożne podejście Fed do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Dodatkowo na niespieszne podejście do kolejnych obniżek stóp procentowych w USA wpływają ryzyka inflacyjne związane z realizacją obietnic wyborczych D. Trumpa. W kontrze mamy słabe wyniki gospodarki strefy euro, które wciąż uzasadniają luźniejsze podejście EBC.

Listopad przyniósł mieszane wyniki gospodarcze z USA. Dane o sprzedaży detalicznej wykazały wzrost o 0,7% m/m, co przewyższyło wynik z października (zrewidowany w górę do 0,5% m/m). Z drugiej strony produkcja przemysłowa spadła w listopadzie o 0,1% m/m, co było poniżej konsensusu (+0,3% m/m). Lekko skorygowane w dół zostały także dane za październik (-0,4% wobec wcześniejszych -0,3%), potwierdzając trudności w sektorze przemysłowym. Najnowsze dane publikowane na przełomie 2024/2025 wskazują, że wzrost PKB w 4Q'24 może być niższy niż w

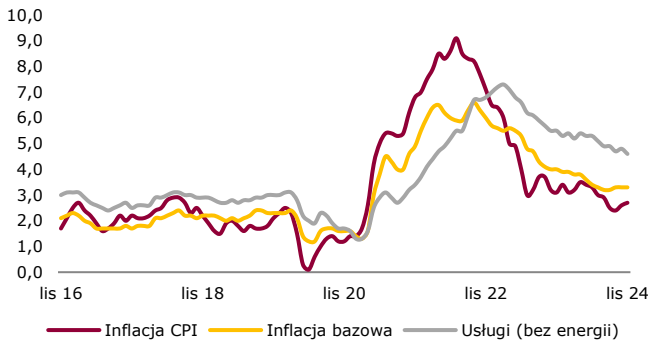
USA – rynek pracy



3Q'24, podczas gdy dane publikowane w grudniu pokazywały odwrotny wynik. *Nowcast* PKB na 4Q'24 z 9 stycznia 2025 publikowany przez Atlanta Fed wyniósł 2,7% k/k (odsezonowany, zannualizowany) wobec wzrostu PKB o 3,1% k/k w 3Q'24.

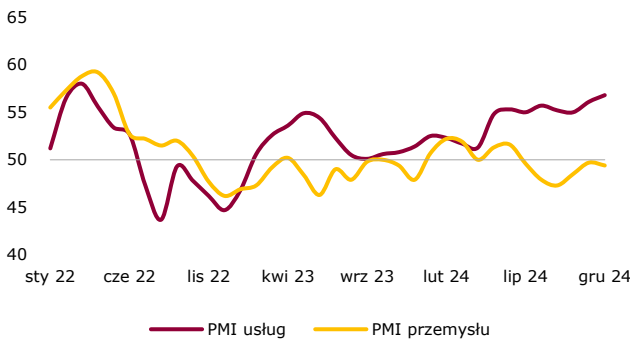
Grudniowe dane z rynku pracy w USA były pozytywne. Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w tym okresie o 256 tys., znacznie przewyższając prognozy na poziomie 165 tys., co jest wynikiem jak z okresu silnej koniunktury. Jednocześnie listopadowy odczyt skorygowano w dół o 15 tys. Wzrost godzinowej przeciętnej stawki za pracę wyniósł 0,3% m/m, zgodnie z oczekiwaniami, ale z lekkim osłabieniem o 0,1 p.p. Stopa bezrobocia również pozytywnie zaskoczyła, spadając do 4,1% wobec konsensusu 4,2%. Dane te wzmacniają przekonanie Fed o słuszności ostrożnego podejścia do dalszego luzowania polityki pieniężnej, a rynkowe oczekiwania dotyczące kolejnych obniżek stóp procentowych przesunęły się na wrzesień–październik 2025.

USA – inflacja CPI (% r/r)



Wydatki konsumpcyjne w listopadzie wzrosły o 0,4% m/m (nieznacznie poniżej oczekiwań), a dochody o 0,3% m/m – (także nieco poniżej oczekiwań). Deflator PCE wyniósł 2,4% r/r, co minimalnie przewyższało wynik z października, a inflacja bazowa PCE utrzymała się na poziomie 2,8% r/r. Inflacja konsumencka w USA za grudzień była zgodna z oczekiwaniami i wyniosła 2,9% r/r wobec 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja bazowa obniżyła się o 0,1 p.p., do 3,2% r/r i o tyle samo była niższa od konsensusu. Pomimo tego jest to poziom nadal podwyższony, w tym inflacja usług pozostaje wysoka. Z jednej strony dane te potwierdzają mocną pozycję amerykańskiego konsumenta, z drugiej strony grudniowy indeks nastrojów konsumentów wyraźnie obniżył się.

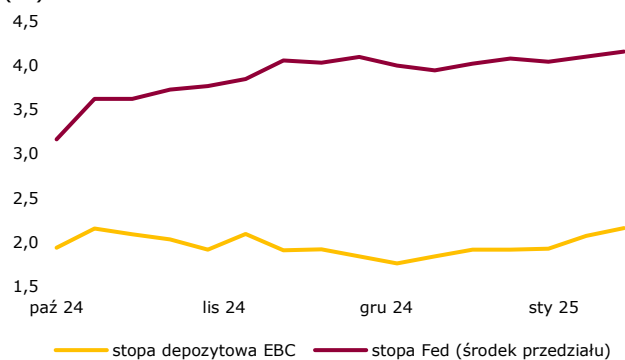
USA – wskaźniki PMI (S&P Global)



PMI dla przemysłu w grudniu spadł do 48,3, wskazując na problemy wynikające m.in. z niskiego popytu eksportowego. W sektorze usług zaobserwowano jednak wyraźną poprawę – PMI wzrósł do 58,5 (z 56,1), przewyższając oczekiwania rynkowe. Ogólnie firmy pozostają optymistyczne co do przyszłości, choć wyzwania dla przemysłu, takie jak potencjalne cła, pozostają aktualne.

Z kolei grudniowy indeks ISM dla usług w USA wzrósł z 52,1 do 54,1, potwierdzając ożywienie gospodarcze obserwowane w odczytach PMI od S&P Global. W końcówce roku koniunktura usług w USA nie tylko nie wykazywała oznak osłabienia, ale wręcz przyspieszyła. Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy wzrost presji inflacyjnej oraz utrzymany wysoki popyt na pracę.

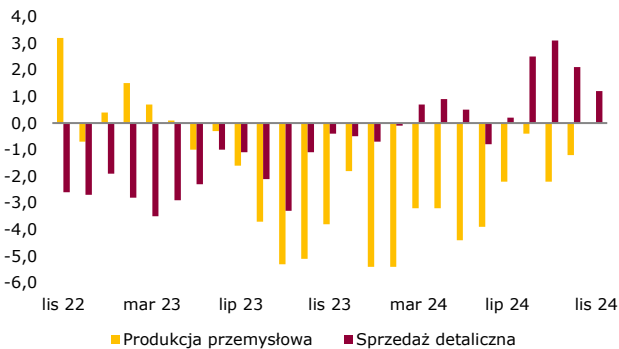
Wyceny stóp procentowych EBC i Fed na wrzesień'25 (%)



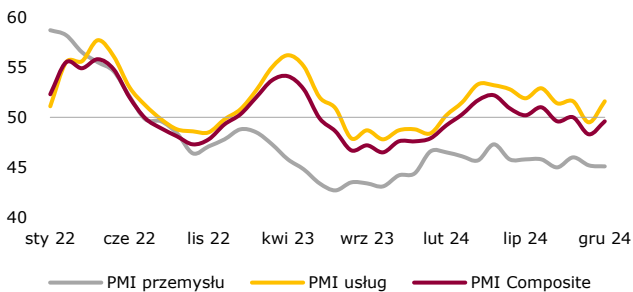
Wnioski z badania ISM są spójne z komunikacją Fed i rynkowymi oczekiwaniami. Ogranicza to przestrzeń do dalszego luzowania polityki monetarnej, co pokazuje, że amerykańska gospodarka nadal dobrze radzi sobie mimo wysokich stóp procentowych. FOMC obniżył stopy procentowe o 25 p.b. w grudniu do 4,25-4,50%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Najnowsze projekcje Fed na 2025 wskazują na wyższą inflację (2,5%) oraz minimalnie lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego PKB (2,1% vs 2,0% wcześniej) niższe bezrobocie (4,3% vs 4,4% wcześniej). Wypowiedzi prezesa Fed J. Powella miały jastrzębi wydzwięk, sugerując ostrożne podejście do dalszych obniżek stóp procentowych – możliwe są maksymalnie dwie w 2025 roku. Bieżące wyceny rynkowe stóp procentowych Fed wskazują na kosmetyczne obniżki w całym 2025, o ok. 25 p.b.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

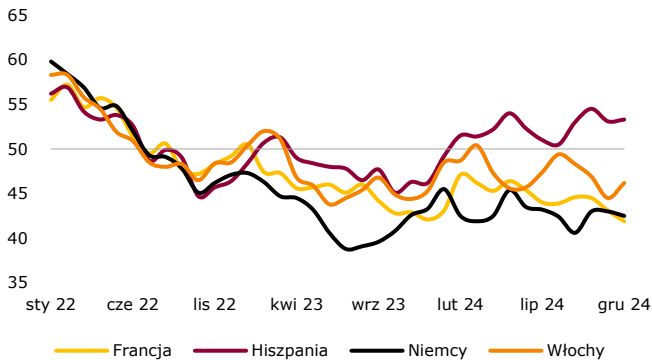
Strefa euro - przemysł i sprzedaż detaliczna (% r/r)



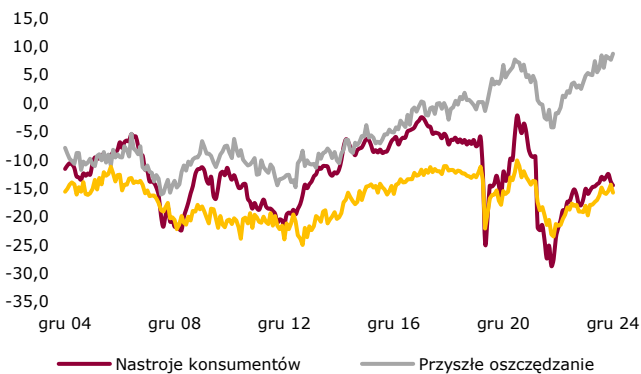
Strefa euro - wskaźniki PMI (S&P Global)



Strefa euro - wskaźniki PMI przemysłowego (S&P Global)



Strefa euro - nastroje konsumentów wg KE



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Europa

Przełom 2024/2025 w Europie upłynął pod znakiem politycznej niestabilności w Niemczech i Francji. Europejski przemysł wciąż zmagają się z dekonjunkcją, szczególnie w Niemczech i Francji, mimo powoli poprawiających się perspektyw. Z drugiej strony stabilny rynek pracy i normalizująca się inflacja wspierają perspektywę ożywienia konsumpcji w 2025. Jednak ostatnie dane o inflacji w strefie euro, wyższe od oczekiwań w kluczowych krajach, mogą ograniczyć przestrzeń EBC do znacznych obniżek stóp procentowych. Wewnętrzne trudności w strefie euro, połączone z presją zewnętrzną ze strony USA, zwiększają ryzyko dla wzrostu w Europie w 2025.

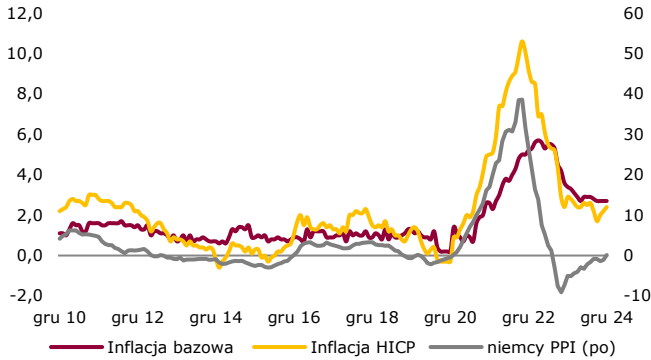
Końcówka 2024 upłynęła pod znakiem politycznej niestabilności w Niemczech i Francji. W połowie grudnia'24 kanclerz O. Scholz nie uzyskał wotum zaufania w Bundestagu, co doprowadziło do rozwiązania parlamentu. Przedterminowe wybory zaplanowano na 23 lutego 2025. W związku z tym uchwalenie budżetu na 2025 może nastąpić najwcześniej w lipcu'25. Do tego czasu obowiązywać będą specjalne zasady w wydatkach budżetowych (ograniczenia), co może stwarzać ryzyko dla wzrostu gospodarczego Niemiec. Z kolei na początku grudnia'24 we Francji premier M. Barnier nie uzyskał wotum zaufania. Nowym premierem Francji został F. Bayrou, jednakże jego rząd nie ma większości, a pilną potrzebą jest uchwalenie ustawy budżetowej na 2025. To sprawia, że sytuacja polityczna we Francji jest ciągle daleka od stabilnej. Dodatkowo narastająca presja zewnętrzna związana z propozycjami D. Trumpa, w połączeniu z wewnętrznymi wyzwaniem strefy euro, stawia przed regionem znaczące ryzyko w 2025.

Opublikowane na przełomie 2024/2025 dane makroekonomiczne potwierdziły trendy zarysowane w 4Q'24. Lepsze od oczekiwań odczyty z USA wspierają scenariusz bardziej restrykcyjnej polityki Fed, natomiast dane ze strefy euro nadal wskazują na osłabienie gospodarki, wzmacniając argumenty za kontynuacją luźnej polityki EBC.

Europejski przemysł pozostaje słaby, co potwierdzają zarówno twarde dane, jak i miękkie wskaźniki koniunktury. W twardych danych z gospodarki przede wszystkim wciąż brakuje ożywienia. Sektor przemysłowy pozostaje w kryzysie, a w samym listopadzie dynamika przetwórstwa przemysłowego wyniosła -1,9% r/r (wyr. sez.). Z kolei listopadowe dane z niemieckiego przemysłu jak dotąd dają sygnał stagnacji koniunktury na niskim poziomie na przełomie 2024/2025. Finalny odczyt PMI dla przemysłu za grudzień w strefie euro wyniósł 45,1 (lekko niżej od wstępnych szacunków - 45,2). Niemcy i Francja pozostają najsłabszymi ogniwami, z odczytami PMI odpowiednio na poziomie 42,5 i 41,9. Z większych gospodarek jedynie Hiszpania przekroczyła próg 50, osiągając 53,3. Chociaż subindeks oczekiwań wskazuje na poprawę nastrojów, bieżąca produkcja i zamówienia pozostają na niskim poziomie, co wskazuje na trudności sektora przemysłowego. Podobne wnioski płyną z indeksu Ifo, obrazującego nastroje wśród firm w Niemczech, spadł do 84,7 - najniższego poziomu od maja 2020. Z drugiej strony indeks ZEW potwierdza lepsze nastroje - wzrost do 15,7 wobec oczekiwanych 6,9, wskazując na poprawiające się oczekiwania inwestorów co do przyszłości, m.in. dzięki perspektywie dalszych obniżek stóp przez EBC i zbliżającym się przedterminowym wyborom w Niemczech.

Listopadowa dynamika sprzedaży detalicznej w strefie euro była poniżej oczekiwań (1,7% r/r) i wyniosła 1,2% r/r (wyr. dni robocze). W ujęciu miesięcznym wzrost wyniósł jedynie

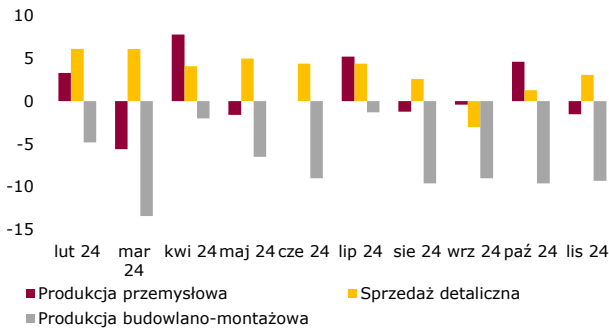
Strefa euro – inflacja konsumencka HICP (% , r/r)



0,1% m/m (wyr. sez.). W drugiej połowie 2024 sprzedaż detaliczna odnotowała wyraźniejsze odbicie po załamaniu w 2023, przy czym 4Q'24 przyniósł wyhamowanie tego trendu. Z kolei grudniowe badania Komisji Europejskiej (KE) wskazują na pogorszenie nastrojów konsumenckich drugi miesiąc z rzędu, co może budzić obawy o dalszy rozwój sytuacji. Mimo to, przy stabilnym rynku pracy i normalizującej się inflacji, perspektywa kontynuacji ożywienia w konsumpcji pozostaje scenariuszem bazowym na 2025.

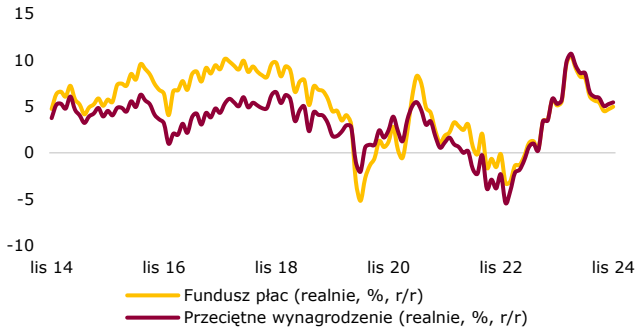
Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w listopadzie 2,2% r/r wobec 2,0% r/r miesiąc wcześniej, z największym wkładem usług (+1,74 p.p.) i żywności (+0,53 p.p.). Wstępny szacunek za grudzień sygnalizuje dalszy wzrost, do 2,4% r/r. Inflacyjne zaskoczenia przyniosły odczyty z Niemiec i Hiszpanii. Niemiecki CPI wzrósł do 2,6% r/r (powyżej konsensusu – 2,4%), a Hiszpania odnotowała wzrost do 2,8% r/r, także 0,2 p.p. powyżej konsensusu. Francja, z inflacją na poziomie 1,3% r/r, wypadła poniżej oczekiwań.

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



W powyższych warunkach EBC ma przestrzeń do dalszego luzowania polityki monetarnej, choć pewne wątpliwości wynikają z sytuacji w sektorze usług. Mimo rachitycznego ożywienia, utrzymująca się presja płacowa generuje podwyższoną inflację w tym obszarze. Jednak szeroki obraz popytu w gospodarce pozostaje deflacyjny. Na grudniowym posiedzeniu EBC po raz czwarty z rzędu obniżył stopy procentowe o 25 p.b., sprowadzając stopę depozytową do 3%. Bank wyraził większą pewność w realizacji celu inflacyjnego na poziomie 2%, obniżając prognozę HICP na 2025 rok z 2,2% do 2,1%, a prognozę wzrostu PKB z 1,3% do 1,1%. Obecne wyceny rynkowe stóp procentowych EBC wskazują na dalsze obniżki, o 100 p.b. na wrzesień'25 dla stopy depozytywnej.

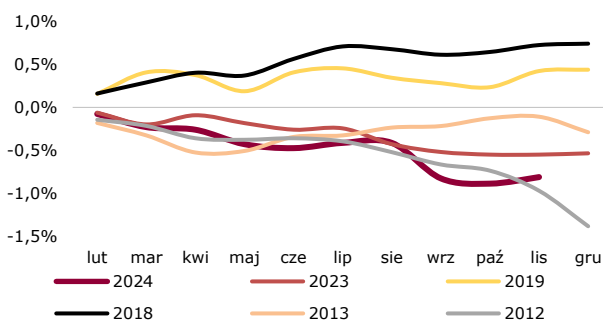
Polska – dynamika wynagrodzeń i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw



Polska

Dane dla polskiej gospodarki z końcówki 2024 wskazują na mieszane wyniki. Sektor przemysłowy zmagają się z dalszymi wyzwaniami, budowlany pozostaje w kryzysie. Wzrost sprzedaży detalicznej i wynagrodzeń wspiera konsumpcję. Niemniej jednak szacujemy, że wzrost PKB w 4Q'24 będzie wyższy niż w 3Q'24, a w 2025 dalej przyspieszy. Inflacja bazowa utrzymuje się na podwyższonym poziomie. W 2025 spodziewamy się stopniowego obniżenia CPI od 2 kwartału, co naszym zdaniem umożliwi luzowanie polityki monetarnej w drugiej połowie roku, choć obecne stanowisko RPP sugeruje pewne zaostrzenie nastawienia gremium.

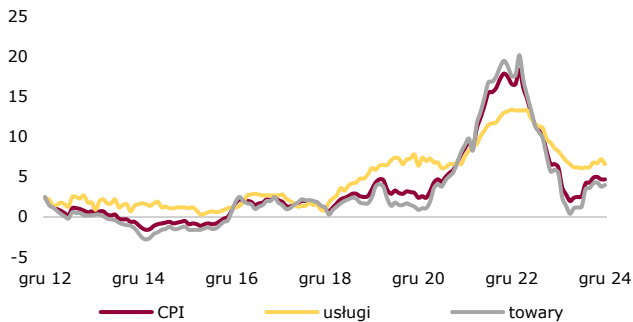
Polska - zmiana przeciętnego zatrudnienia w SP (od lutego)



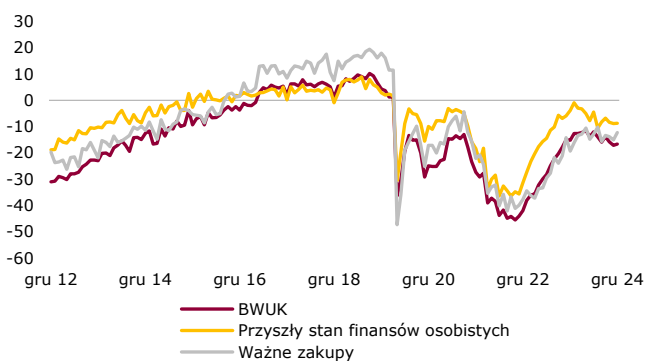
Polska produkcja przemysłowa w listopadzie rozczarowała, spadła o 1,5% r/r, po mocnym wzroście sprzed miesiąca (4,6% r/r). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się o 9,3% r/r, mniej niż oczekiwania rynkowe (-11% r/r), przy spadkach we wszystkich działach budownictwa. Jednak dane nie zmieniają obrazu kryzysowej sytuacji w tym sektorze w 2024. W listopadzie sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 3,1% r/r, co jest drugim miesiącem wzrostu po spadku we wrześniu. Dane wskazują na pozytywne perspektywy konsumpcji w 4Q'24, wspierane dodatkowo ciągle solidnym wzrostem wynagrodzeń (powyżej 10% r/r) i umiarkowaną inflacją. W pierwszej części w 2025 pewne ryzyko dla sprzedaży detalicznej stanowić może restrykcyjna polityka monetarna NBP zwiększająca skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej w Polsce wskazują, że 4Q'24 będzie lepszy od poprzedniego, kiedy to wzrost PKB wyhamował wyraźnie, do 2,7% r/r z 3,2% r/r w 2Q'24. Spowolnienie koniunktury wynikało przede wszystkim ze znacznego osłabnięcia konsumpcji prywatnej. Oczekujemy

Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

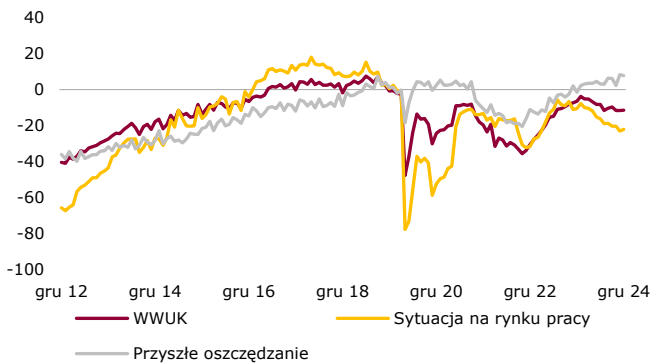
Polska - inflacja CPI, towary i usługi (% r/r)



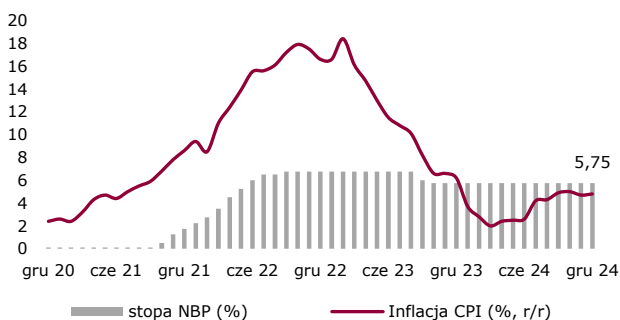
Polska - nastroje konsumentów (bieżące)



Polska - nastroje konsumentów (przyszłe)



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



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

przyspieszenia wzrostu PKB w 4Q'24 do 3,3% r/r i do 3,7% w całym 2025.

W grudniu nie doczekaliśmy się przełomu na indeksie PMI dla przemysłu w Polsce, który spadł do 48,2 z 49,2 miesiąc wcześniej, najniższego poziomu od sierpnia, pozostając poniżej neutralnego poziomu 50. Choć zatrudnienie wzrosło trzeci miesiąc z rzędu, a spadki nowych zamówień wyhamowały (głównie krajowych), zamówienia eksportowe osiągnęły najgorszy wynik od trzech miesięcy. Sektor przemysłowy nadal czeka na ożywienie, przy niskiej presji inflacyjnej, spadku produkcji i ograniczeniu zapasów. Pozytywne impulsy wynikają głównie z krajowego popytu, a w krótkim terminie może dołączyć do nich wzrost konsumpcji w UE.

Listopad przyniósł pozytywne zaskoczenia na polskim rynku pracy. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 10,5% r/r wobec 10,2% r/r w październiku, co było wyższe od naszych i rynkowych oczekiwań. W ujęciu m/m wzrost płac wyniósł 1,9%, głównie dzięki wypłatom premii i nagród. Zatrudnienie spadło o 0,5% r/r, mniej od prognoz (-0,6%). Realny wzrost funduszu wynagrodzeń przyspieszył do 5,1% r/r, co powinno wspierać grudniową konsumpcję indywidualną. Według wstępnych szacunków Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia wyniosła 5,1% na koniec grudnia'24, była wyższa o 0,1 p.p. niż miesiąc wcześniej i taka sama jak przed rokiem. Sytuacja na rynku pracy od strony bezrobocia pozostaje więc stabilna.

Dodatkowo grudzień przyniósł dobre dane o nastrojach konsumenckich, które poprawiły się. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wzrósł do -16,7 (+0,4 p.p. m/m), a wskaźnik wyprzedzający (WWUK) do -11,5 (+0,1 p.p. m/m). Poprawiła się ocena możliwości dokonywania ważnych zakupów i sytuacji ekonomicznej kraju, natomiast gorzej oceniono sytuację finansową gospodarstw domowych i możliwość oszczędzania, przy czym skłonność do oszczędzania utrzymała się wysoko. W 2024 roku oba wskaźniki wzrosły zauważalnie względem 2023 roku: BWUK o 12,3 p.p., a WWUK o 6,1 p.p.

Grudniowa inflacja CPI w Polsce przyniosła pozytywną niespodziankę i ustabilizowała się na 4,7% r/r drugi miesiąc z rzędu (wobec 4,8% r/r we wstępnym szacunku), głównie dzięki niskiemu wzrostowi cen żywności jak na grudzień (+0,2% m/m). Ciągłe podwyższona pozostaje inflacja usług (+6,6% r/r), przy czym w stosunku do listopada odnotowano obniżkę o 0,6 p.p. Inflacja towarów pozostaje niższa (+4,0% r/r). Inflację bazową w grudniu szacujemy na 4,2-4,3% r/r wobec 4,3% r/r w listopadzie, co wskazuje na stabilizację na podwyższonym poziomie. W 2025 oczekujemy odczytów CPI powyżej 5% r/r w pierwszej połowie roku, z możliwym spadkiem poniżej 4% r/r w drugiej.

Po grudniowym posiedzeniu w retoryce RPP pojawiło się więcej konserwatywnych akcentów, w tym przede wszystkim taka zmiana jest obserwowana u prezesa NBP. W tej sytuacji odsuwamy nasze oczekiwania pierwszego cięcia stóp z marca'25 na czerwiec'25, a do tego czasu oczekujemy stabilizacji stóp na obecnym poziomie. Nadal widzimy potencjał do redukcji stóp o 75 p.b. na przestrzeni całego 2025 i prognozujemy główną stopę NBP na koniec 2025 na poziomie 5%.

Prognoza makroekonomiczna z dnia 13-12-2024

	1q24	2q24	3q24	4q24P	1q25P	2q25P	2024P	2025P
Wzrost gospodarczy								
PKB (realnie, %, r/r)	2,1	3,2	2,7	3,3	3,2	3,7	2,8	3,7
Inwestycje (realnie, %, r/r)	1,9	3,2	0,1	-3,2	4,1	4,0	-0,2	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	5,0	5,6	5,2	5,0	3,7
Inflacja CPI - średnio (% , r/r)	2,8	2,5	4,5	4,9	5,5	5,1	3,7	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	5,66	5,46	5,32	5,66	5,03

Prognozy wybranych danych miesięcznych

	gru 23	paź 24	lis 24	gru 24	sty 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)	-3,5	4,6	-1,5	1,2	
<i>konsensus Parkiet</i>				1,2	
Produkcja budowlano-montażowa (% , r/r, ceny stałe)	14,0	-9,6	-9,3	-10,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				-11,7	
Sprzedaż detaliczna (% , r/r, ceny stałe)	-2,3	1,3	3,1	3,7	
<i>konsensus Parkiet</i>				3,8	
Inflacja konsumencka (% , r/r)	6,2	5,0	4,7	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,0	
Inflacja bazowa (bez cen żywn. i energii)(% , r/r)	6,9	4,1	4,3	4,4	
<i>konsensus Parkiet</i>				4,2	
Stopa bezrobocia (%)	5,1	4,9	5,0	5,1	
<i>konsensus Parkiet</i>				5,1	
Zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	
<i>konsensus Parkiet</i>				-0,5	
Wynagrodzenia w sekt. przedsiębiorstw (% , r/r)	9,6	10,2	10,5	11,9	
<i>konsensus Parkiet</i>				11,0	
Eksport towarów (% , r/r, EUR)	-3,1	-4,7	-3,9		
<i>konsensus Parkiet</i>			-2,3		
Import towarów (% , r/r, EUR)	-4,1	-0,4	-0,9		
<i>konsensus Parkiet</i>			1,8		

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.



Z nadzieją
w nowy rok **2025**

MAKROWIZJER