






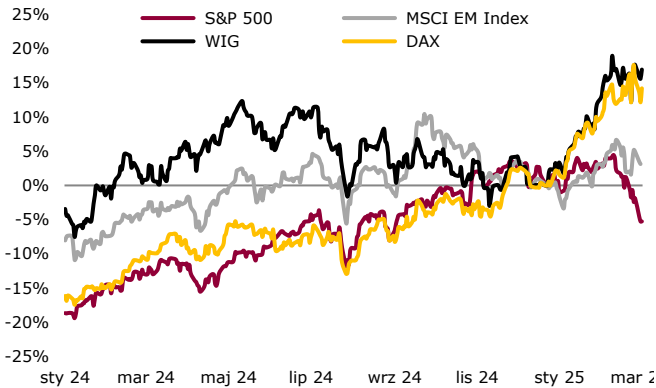
**Karawana jedzie**

**dalej**

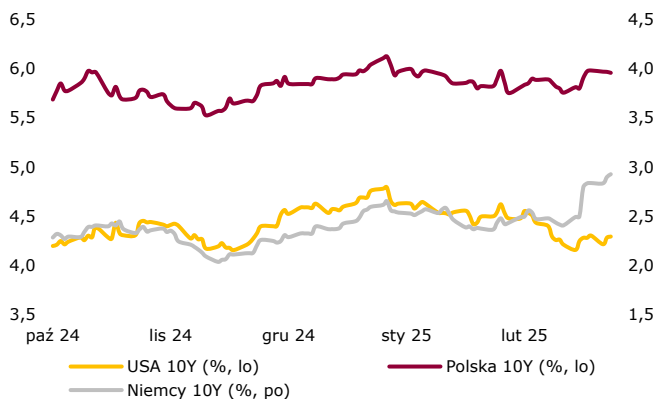
MAKROWIZJER  
MARZEC 2025

- 
Trump podnosi temperaturę wojen celnych
- 
Zapowiedzi impulsów fiskalnych w UE, w tym w Niemczech
- 
Karawana jedzie dalej – koniunktura w Polsce lepsza pomimo niepewnego otoczenia

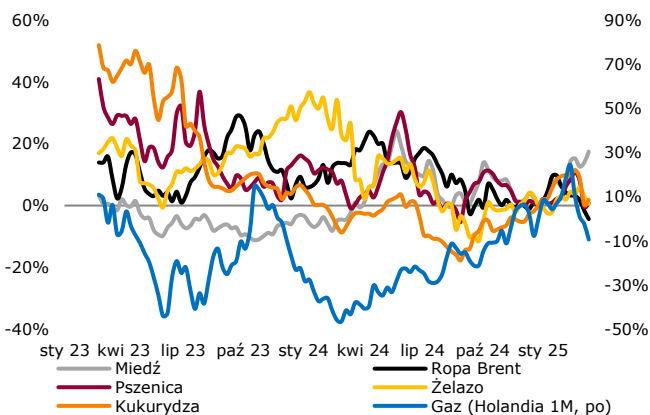
## Rynek akcji (zmiana względem 31.12.2024)



## 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

Pierwsze miesiące 2025 przynoszą zauważalną korektę w tzw. Trump Trade, który dominował w ostatnich miesiącach 2024. Program America First był przez inwestorów odbierany pozytywnie i pobudzał silniejsze napływy na amerykański rynek akcji. Pierwsze tygodnie prezydentury Trumpa są jednak jak do tej pory lekko chaotyczne, generują sporo niepewności co do polityki gospodarczej nowego prezydenta USA i dodatkowo sugerują, że ta przyniesie większą od oczekiwanej reorientację, m.in. w kwestiach handlu zagranicznego. Rośnie ryzyko przynajmniej krótkoterminowego osłabienia koniunktury w USA. Z drugiej strony, m.in. asertywna polityka Trumpa względem sojuszników z Europy, ale też zmiany polityczne w Niemczech, poskutkowały zapowiedziami impulsu fiskalnego i regulacyjnego w UE (m.in. złagodzenie polityki klimatycznej), zorientowanego na sferę obronności i konkurencyjności. W rezultacie od początku 2025 to europejskie giełdy akcji wiodą prym (DAX ok. +14%, WIG ok. +17%), a Wall Street pozostaje wyraźnie w tyle (-5,3%). Gdzieś pośrodku plasują się rynki wschodzące – MSCI EM zyskał jak dotąd ok. 3% w ujęciu YTD.

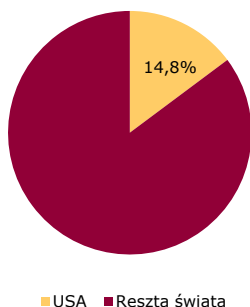
Na bazowych rynkach obligacji w ostatnich tygodniach doszło do silnego wzrostu rentowności Bunda w odpowiedzi na zapowiedź przyszłego rządu niemieckiego odejścia od konserwatywnej polityki fiskalnej Berlina. Rentowności 10-latek od początku marca wzrosły o ok. 40 p.b., do ok. 2,9%. Z kolei Treasuries kontynuowały tegoroczne umocnienie, przy rosnącej presji na wznowienie obniżek stóp Fed. Rentowności 10-letniego benchmarku sięgają okolic 4,3% w połowie marca i są najniższe od grudnia ub. roku. Krajowy dług od początku marca jest pod presją wzrostu rentowności Bunda, a także sygnałów poluzowania przestrzeni fiskalnej Polski wraz z pojawieniem się szansy na wyłączenie wydatków militarnych z unijnych limitów zadłużeniowych. Jak dotąd osłabienie 10-latek było jednak umiarkowane (ok. 20 p.b.) i rentowności utrzymują się poniżej 6%.

## Surowce

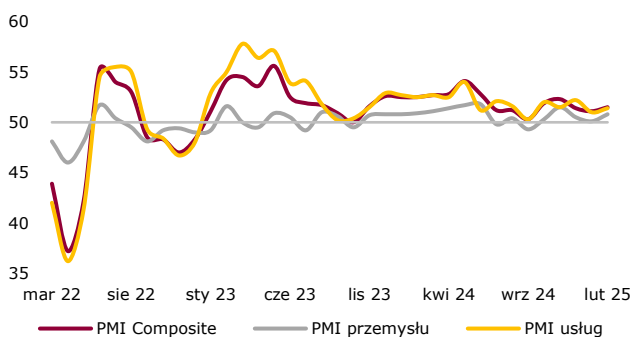
Ostatnie tygodnie na rynku surowców wyróżniały się spadkowymi tendencjami cen ropy naftowej. Kurs spot baryłki Brent zszedł poniżej 70 USD po raz pierwszy od 2021. W tle są zarówno perspektywy poprawy czynników podażowych jak i pogorszenia popytowych. W przypadku kwestii podażowych mowa o presji nowej administracji USA na zawieszenie broni pomiędzy Rosją i Ukrainą oraz potwierdzenie przez OPEC+ zwiększenia dostaw surowca od kwietnia br. Po stronie popytu do utrzymującej się słabości konsumpcji w Chinach dołączyło ryzyko pogorszenia w tym obszarze sytuacji w USA.

Kolejnym pozytywnym zjawiskiem w kontekście presji na koszty energii w UE jest spadek cen gazu na rynku europejskim (benchmark holenderski), po wcześniejszym wzroście do najwyższych na przestrzeni ostatnich dwóch lat poziomów. Luty natomiast był miesiącem wzrostu cen surowców rolnych. Indeks FAO w tym okresie był wyższy o 1,6% m/m oraz 8,2% r/r.

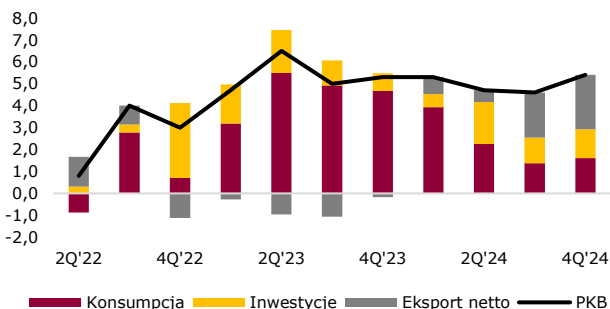
## Chiny – udział USA w eksporcie Chin (2023)



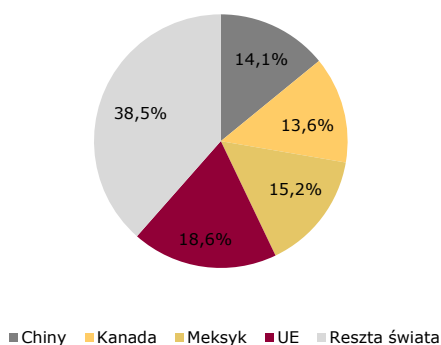
## Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



## Chiny – Dynamika PKB (% , r/r, realnie) i kompozycja (p.p)



## USA – import z najważniejszych kierunków (2023)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

## Chiny

Na przestrzeni ostatnich tygodni byliśmy świadkami zaostrzenia polityki handlowej Stanów Zjednoczonych względem Chin. Najpierw, z początkiem lutego, dotychczasowe stawki ceł zostały podniesione o 10 p.p., a w marcu o kolejne 10 p.p. Dodatkowo zapowiedziane zostały generalne 25-procentowe taryfy na aluminium, stal oraz miedź, które także dotkną adekwatne towary z Państwa Środka. Sprzedaż towarów do USA stanowi co najmniej ok. 15% chińskiego eksportu, co odpowiada 2,8% chińskiego PKB. Co najmniej gdyż część towarów ze względu na dotychczasowe taryfy jest wysyłana do Stanów pośrednio, przez inne kraje. A zatem już sam początek drugiej kadencji D. Trumpra przyniósł ostrzejsze decyzje względem Chin niż cała pierwsza kadencja, kiedy to w sumie taryfy na import z tego kraju poszły w USA w górę średnio o ok. 12%. Jak dotąd odwet Pekinu jest ograniczony – wprowadzone zostały cła w wysokości do 15% głównie na produkty rolne i żywność. Poza tym pojawiły się celowane zakazy na wywóz do USA m.in. towarów uznawanych za kategorie tzw. dual-use, a więc mających zastosowanie w przemyśle zbrojeniowym.

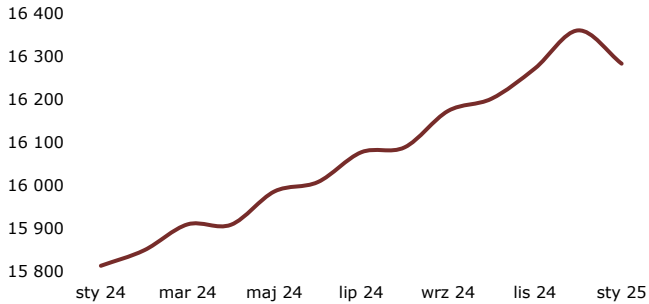
W opublikowanych jak dotąd danych o handlu zagranicznym Chin z okresu styczeń-luty zaburzenia związane z wojną handlową z USA wcale nie są oczywiste i nie wydają się dominujące. Eksport (w USD) wzrósł w tym okresie o skromne 2,3% r/r choć można było się spodziewać nasilenia wolumenów w celu zdążenia przed wprowadzeniem nowych stawek celnych przez Stany Zjednoczone. Jednocześnie import niemal tąpnął – był niższy o 8,4% r/r, co wskazuje na utrzymującą się słabość popytu wewnętrznego w Państwie Środka. Generalnie wnioski są niepokojące w kontekście przyszłej koniunktury. Motor napędowy gospodarki z 2024 (eksport towarów w 2024 rósł o 5,9% w ujęciu dolarowym i o 7,1% w juanach, a eksport netto odpowiadał za przeszło 1/3 dynamiki PKB) słabnie i ponadto będzie pod ostrzałem nowych taryf USA. Towarzyszy temu zauważalne ryzyko podtrzymania negatywnych tendencji w popycie krajowym. Sygnały ostrzegawcze implikowane powyższymi obserwacjami są nieco mitygowane przez wskaźniki koniunktury PMI. Te w lutym pokazały lekkie przyspieszenie tempa ożywienia zarówno w sektorze usług (wzrost z 51 do 51,4) jak i w przemyśle (z 50,1 do 50,8).

W takim otoczeniu cel wzrostu PKB 5% w 2025 (zgodny z celem i realizacją w 2024) wyznaczony niedawno przez chińskie władze wydaje się sporym wyzwaniem. Tym samym różnie presja na stymulację w ramach polityki monetarnej (obniżki stóp procentowych) i fiskalnej. W tej drugiej kwestii już mamy zresztą ogłoszony zarys skali ekspansji – deficyt budżetowy ma sięgnąć 4% PKB. Dla przypomnienia – w 2020 (pierwszym roku pandemicznym) deficyt wyniósł 3,6%.

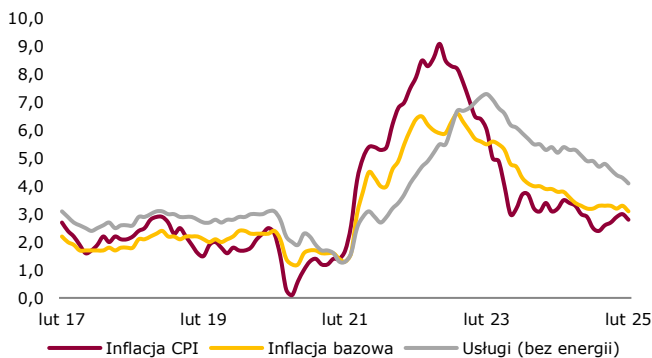
## USA

Początek roku wiąże się z dużymi zmianami w polityce gospodarczej USA. Jak dotąd nowy rząd skupia się na obszarze handlu zagranicznego oraz reformach w administracji publicznej. Ten pierwszy komponent ma kluczowe znaczenie dla koniunktury. Komunikacja zmian i ich implementacja jest jak do tej pory dość chaotyczna, co zwiększa niepewność sektora prywatnego i ma już wymierne rezultaty w osłabieniu popytu. Otoczenie biznesowe widzi coraz większe ryzyko wyraźniejszego pogorszenia koniunktury gospodarczej, z obawami o recesję włącznie. Fed od początku roku utrzymuje stopy procentowe na dotychczasowym poziomie i komunikuje utrzymanie takiego nastawienia w najbliższym czasie. Przy pogorszeniu

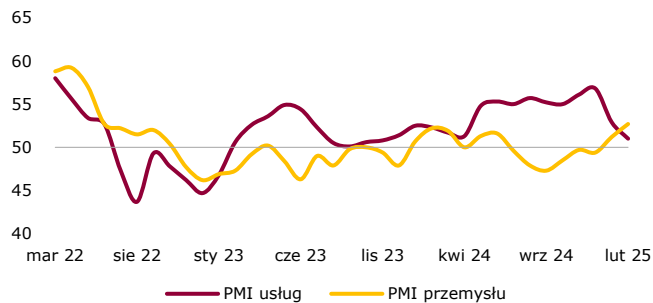
## USA – wydatki Amerykanów (realnie, mld USD, ceny 2012, SAAR)



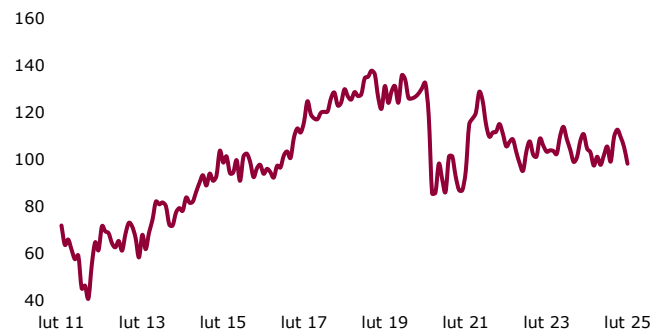
## USA – inflacja CPI (% r/r)



## USA – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



## USA – indeks nastrojów konsumentów, Conference Board



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

perspektyw gospodarki rosną jednak szanse na wznowienie cyklu obniżek stóp.

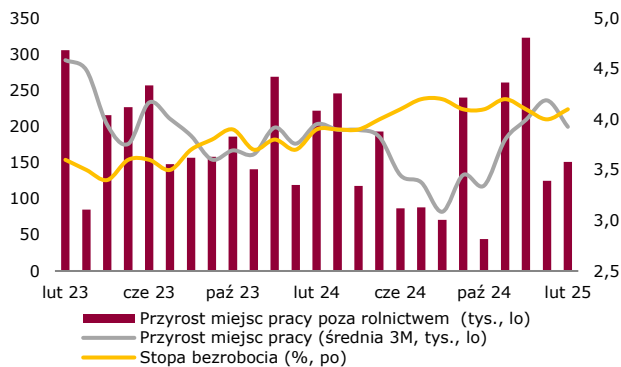
USA jak dotąd zaimplementowały dodatkowe 20 p.p. ceł na towary z Chin (w lutym oraz w marcu po +10 p.p.). W 2023 ten kierunek odpowiadał za ok. 14% amerykańskiego importu towarów oraz 1,6% PKB. Do tego wstępnie zostały zasygnalizowane 25% cła na import z Kanady (z wyłączeniem energii objętej stawką 10%) i Meksyku, które to państwa odpowiadają łącznie za blisko 30% amerykańskiego importu towarów, z lekką przewagą w tej strukturze Meksyku. Kwestia finalnych stawek celnych pozostaje jednak mocno niejasna i decyzja w tej kwestii podlega fluktuacjom i jest przedmiotem sporów i negocjacji. Implementacja taryf, które wstępnie zapowiedziana na początek lutego, najpierw została odsunięta w czasie do początku marca. W marcu po krótkim okresie obowiązywania nowych stawek, o kolejny miesiąc odsunięta została implementacja stawek celnych na towary odpowiadające za ok. połowę importu z Meksyku i przeszło jedną trzecią z Kanady. Sygnały co do dalszych ruchów płynące z amerykańskiej administracji są niejasne, ale na stole leży groźba implementacji ceł 25% na wszystkie towary. Podobne ostrzeżenie padło już ze strony Trumpa w kierunku UE. Tu wolumen też jest pokaźny i stanowi blisko 19% importu USA oraz przeszło 2% PKB.

Łącznie sprzedaż towarów z Chin, Meksyku, Kanady i UE stanowi blisko dwie trzecie importu Stanów Zjednoczonych. Nie wiemy jednak jaki będzie ostatecznie kształt taryf oraz jak długo będą one obowiązywały. Dość prawdopodobnym scenariuszem jest taki, w którym obecna sytuacja jest do pewnego stopnia przejściowa i stanowi przygrzywkę do próby zawarcia nowych porozumień handlowych, korzystniejszych dla USA. Samo przemeblowanie warunków wymiany handlowej USA z głównymi partnerami ma jak dotąd większy zakres od oczekiwanego i od tego obserwowanego za 1 kadencji Trumpa. Jest na tyle istotnym zjawiskiem, że będzie miało zauważalny wpływ na amerykańską i globalną gospodarkę. Przy obecnie zaimplementowanych rozwiązaniach efektywna stawka celna dla ogółu importu USA rośnie do poziomów nie widzianych od dekad. Do tego dochodzi ryzyko przedłużania się przejściowego okresu wysokiej niepewności przyszłych warunków wymiany handlowej. Początek roku wydaje się potwierdzać, że ta sytuacja może dodatkowo zaburzać popyt w USA. Z jednej strony konsumenci mogą się wstrzymać z wydatkami, biznes z inwestycjami, a z drugiej w sektorach najbardziej wrażliwych na taryfy celne może być realizowane przezornościowe gromadzenie zapasów.

Na taki przebieg sytuacji wskazują dane z początku roku. W styczniu odnotowany został spadek wydatków Amerykanów o 0,5% m/m wyr. sez. Z początkiem roku pogorszyły się także nastroje konsumenckie. Na razie umiarkowanie, ale wg Uniwersytetu Michigan są najniższe od 2023, a wg Conference Board bliskie minimów z ostatnich trzech lat. Do tego dochodzi wzrost deficytu w handlu zagranicznym, który w styczniu osiągnął najwyższe rozmiar w historii (-131,4 mld USD wobec -98,1 mld USD w grudniu). Deficyt w handlu z Kanadą osiągnął rekordowe 10 mld USD, przy szczególnie dużym wzroście importu w sektorze automotive. Zauważalny jest pośpiech w sprowadzaniu towarów z zagranicy przed implementacją nowych stawek celnych.

Raczej negatywne sygnały w kontekście krótkoterminowej koniunktury gospodarczej płyną także z ogólnego obrazu wskaźników wyprzedzających. Kluczowy dla amerykańskiej gospodarki sektor usług jest wg badania S&P w fazie szybkiego hamowania ożywienia – w styczniu indeks PMI obniżył się do 52,9, a w lutym ponownie do 51. Z kolei

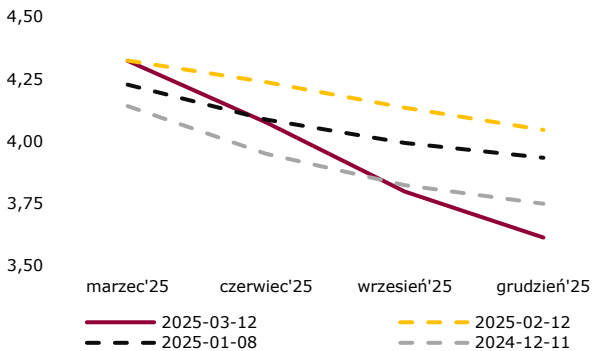
## USA – rynek pracy



przemysł coraz śmieiej wchodzi w fazę ożywienia i tym samym wpisuje się w globalne sygnały cyklicznej poprawy w sektorze. Indeks wzrósł w lutym do 52,7 z 51,2 stycznia. Jednocześnie w badaniu przebijają się wyraźnie obawy o przyszłość, związane z ryzykiem implementacji wysokich тариф na import. Poza tym obecny wzrost zamówień i produkcji jest istotnie powiązany z próbą uniknięcia nowych ceł. Powyższym zaburzeniom towarzyszy podwyższona presja na wzrost cen.

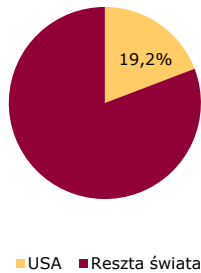
Bieżące dane o zatrudnieniu w USA są dość uspokajające, choć powoli widać pierwsze efekty cięć stanowisk w administracji publicznej inspirowane przez DOGE E. Muska. W lutym ubyło 10 tys. etatów w rządzie federalnym. Per saldo redukcje będą mieć raczej ograniczony, choć zauważalny wpływ na rynek pracy w USA - rząd federalny odpowiada za niecałe 2% zatrudnienia w USA. Ogólne liczby za luty to wzrost stopy bezrobocia z 4% do 4,1% oraz przyrost etatów na poziomie 151 tys. W lutym dostaliśmy zatem potwierdzenie, że sytuacja na rynku pracy uległa schłodzeniu z początkiem 2025, ale alarmujących sygnałów na razie nie widać. Po stronie inflacji z kolei utrzymuje się podwyższony poziom (w lutym 2,8% r/r), ale z postępującym procesem dezinflacji w kluczowym obszarze usług.

## Wyceny stóp procentowych Fed w czasie (%)



Fed w najbliższych miesiącach może stanąć przed nietłatą łamigłówką. Implementacja nowej polityki gospodarczej jak dotąd przybiera kształt, który w krótkim terminie może wywierać negatywny wpływ na zagregowany popyt, co oznacza ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony impuls dezinflacyjny wynikający z osłabienia popytu może zostać znacząco osłabiony przez wzrostowy impuls dla cen wynikający z istotnego podwyższenia stawek celnych. Póki co Fed przeszedł w tryb oczekiwania na rozwój wydarzeń. Bank uważa obecny kształt polityki monetarnej za wciąż restrykcyjny, ale przy historycznie lepszych od oczekiwań wynikach gospodarki oraz inflacji utrzymującej się jeszcze powyżej celu, czuje się komfortowo z takim nastawieniem. Rynek natomiast doważa ryzyko pogorszenia koniunktury, co przekłada się na wycenę większej ilości obniżek stóp Fed. Do niedawna te wyceny implikowały cięcia stóp o 25-50 p.b. do końca 2025, a w połowie marca to ok. -75 p.b.

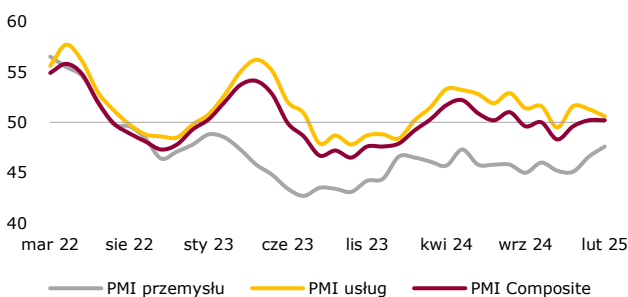
## Unia Europejska – udział USA w eksporcie UE (2023)



## Europa

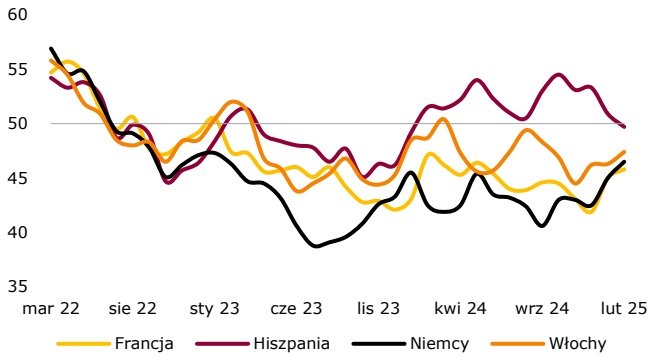
UE jak dotąd, nie licząc ceł na niektóre metale przemysłowe, pozostaje poza zasięgiem wojen handlowych D. Trumpa. Nowy prezydent USA daje jednak do zrozumienia, że taryfy na towary z UE jeszcze pojawią się na agendzie. Tymczasem przez nową administrację w Waszyngtonie wywierana jest presja na wzrost wydatków zbrojeniowych przez europejskich członków NATO. Ze strony Komisji Europejskiej pojawił się już odzew w postaci planu impulsu fiskalnego zorientowanego właśnie na obronność. Ponadto, wraz z wygraną CDU/CSU w niemieckich wyborach parlamentarnych, zarysowała się przełomowa perspektywa odejścia Niemiec od konserwatywnego podejścia do zarządzania długiem publicznym. Planowane poluzowanie zasad limitowania deficytu budżetowego miałyby wesprzeć m.in. sektor zbrojeniowy, ale przede wszystkim ma być ukierunkowane na inwestycje infrastrukturalne. Poza tym w twardych danych ze strefy euro pojawia się nieco nadziei – głównie na ożywienie w europejskim przemyśle. Dużym czynnikiem niepewności pozostają kwestie związane z zakresem wojen celnych (głównie z USA) oraz dalszy rozwój sytuacji wojny na Ukrainie. W takim otoczeniu polityka monetarna EBC w marcu szła jeszcze wydeptaną ścieżką obniżek stóp procentowych. Ale przestrzeń do ich kontynuacji zawęża się coraz wyraźniej.

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

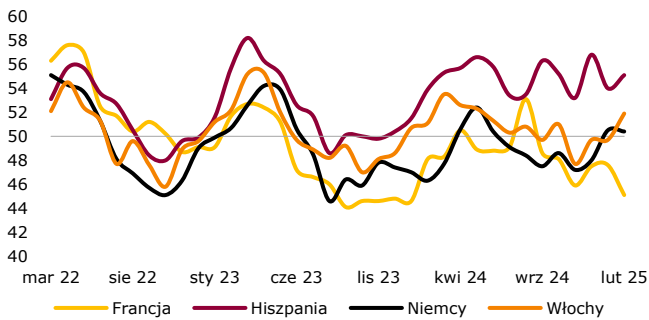


Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

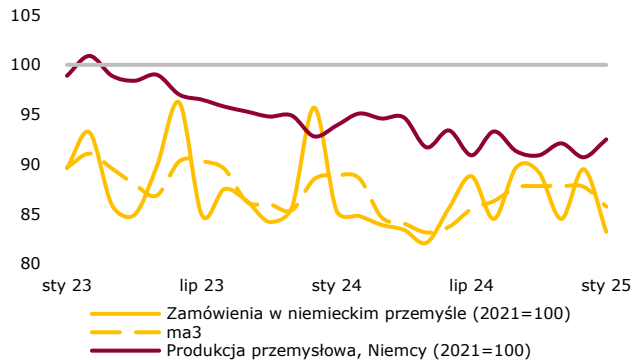
## Strefa euro – wskaźniki PMI przemysłu (S&P Global)



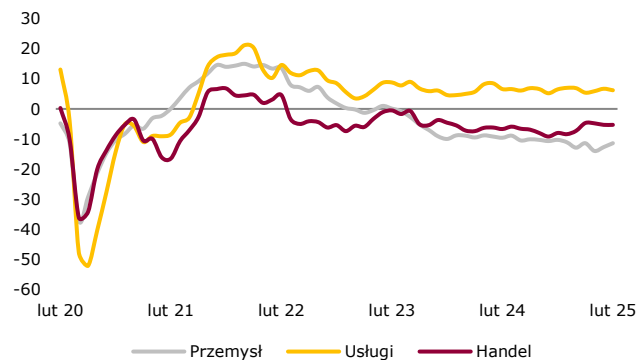
## Strefa euro – wskaźniki PMI Composite wg państw (S&P Global)



## Niemcy – produkcja i zamówienia w przemyśle



## Strefa euro – wskaźniki koniunktury ESI



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

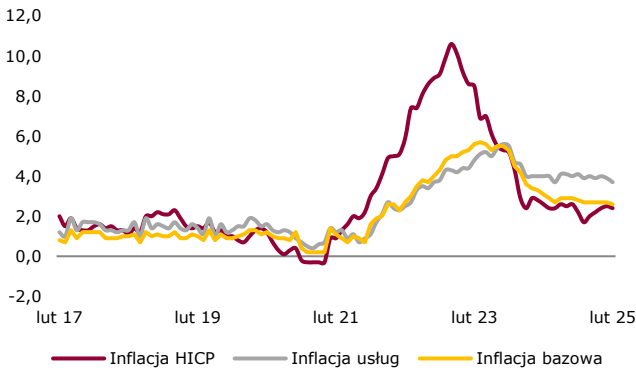
Z perspektywy całej gospodarki wprowadzone przez USA taryfy 25% na stal i aluminium mają stosunkowo małe znaczenie dla UE. Jeśli za odniesienie przyjmujemy rok 2023, łącznie dotkną one towarów z UE o wartości niecałych 0,1% PKB i nieco ponad 3% eksportu do USA. Natomiast już w ujęciu sektorowym będzie to znaczący cios, gdyż sprzedaż tych produktów z UE do Stanów Zjednoczonych stanowi istotny odsetek ich eksportu ogółem, od ok. 14% eksportu w przypadku aluminium i produktów z tego surowca do ok. 18% w przypadku stali, żelaza i adekwatnych produktów. W otwartej komunikacji pojawiają się jeszcze plany włączenia przez USA miedzi i produktów z tego metalu w zakres ww. 25% taryf. Tu zakres szkód byłby mniejszy dla UE – eksport w tym obszarze to zaledwie 0,01% PKB oraz ok. 9,5% wartości całej sprzedaży zagranicznej w tym obszarze. Ponadto USA zapowiadają wstępnie, że taryfami w wysokości 25% może zostać objęty cały import z UE. A to już dotknęłoby istotnego wycinka gospodarki, gdyż eksport towarów do USA stanowi ok. 19% eksportu ogółem co odpowiada niecałym 3% PKB UE.

Pod wpływem nacisków USA na większą skalę wydatków europejskich członków NATO na obronność, a także wobec ryzyka ograniczenia/wycofania przez Stany Zjednoczone pomocy wojskowej dla Ukrainy, w UE trwają pośpieszne ustalenia dot. nowej architektury bezpieczeństwa na Starym Kontynencie. Nie mogą one pomijać aspektów finansowania. Z początkiem marca Komisja Europejska przedstawiła zarys planu ReArm Europe. W jego ramach proponowane są 3 instrumenty. Jeden to wyłączenie wydatków na obronę narodową z limitów fiskalnych. Drugi to nowy instrument pożyczkowy na wydatki militarne. Trzeci to możliwość realokacji środków z obecnego budżetu w sektor obronny. Łącznie KE sugeruje, że uruchomione może zostać do 800 mld EUR dodatkowych wydatków na przestrzeni 4 lat. W takim maksymalistycznym wariacie w przeliczeniu na rok, to nieco ponad 1% PKB UE. Oczywiście w tle utrzymują się wątpliwości co do woli i możliwości poszczególnych państw UE do znacznego podnoszenia wydatków zbrojeniowych i skali wykorzystania nowych ram finansowych. Tym niemniej plan powinien wspierać wzrost gospodarczy, w tym przede wszystkim sektor przemysłowy, który w ostatnich latach pozostawał pod presją wielu niekorzystnych zjawisk i szoków.

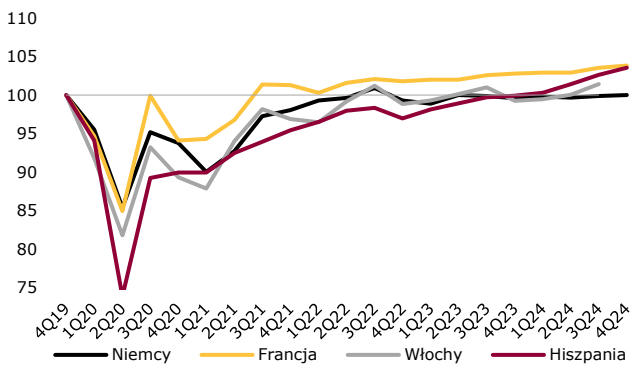
Kolejnym elementem zmieniającej się układanki, która może kształtować rzeczywistość w najbliższym czasie w Europie jest zmiana rządów w Niemczech. W przedterminowych wyborach w lutym wygrała partia CDU/CSU, która prawdopodobnie stworzy koalicję z liderem dotychczasowego rządu – partią SPD. W planach CDU/CSU pojawił się znaczny impuls fiskalny, który ma wyrwać niemiecką gospodarkę z kilkuletniej stagnacji. Wydatki mają być ukierunkowane przede wszystkim na infrastrukturę, ale także na zwiększenie wydatków zbrojeniowych. To odpowiedź zarówno na kryzys gospodarczy Niemiec jak i kryzys bezpieczeństwa w UE po ataku Rosji na Ukrainę. Wstępne propozycje, które pojawiły się na stole robią wrażenie – to 500 mld EUR (blisko 12% PKB z 2024) wydatków infrastrukturalnych w horyzoncie 10 lat oraz wyłączenie części wydatków na obronę narodową z limitów deficytu budżetowego. Implementacja planu nie jest pewna, gdyż wiąże się z koniecznością zmiany konstytucyjnych limitów deficytu budżetowego. Przyszła rządząca koalicja nie ma na to wystarczającej większości i będzie musiała zdobyć poparcie części opozycji.

W twardych danych i wskaźnikach koniunktury początek roku przyniósł przede wszystkim pewne sygnały szans na wyjście europejskiego przemysłu z okresu dekonunktury. Niemiecka produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 2% m/m w prz. sez. PMI przemysłu za luty dla strefy euro wzrósł do 47,6 i

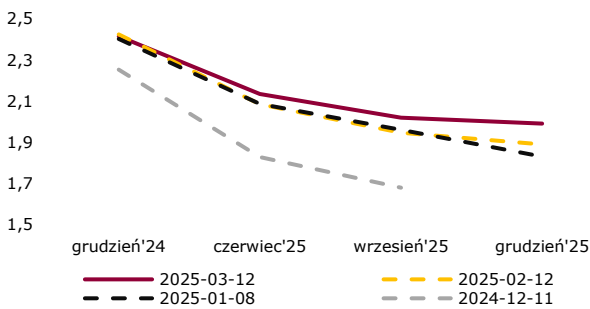
## Strefa euro – inflacja konsumencka HICP (% , r/r)



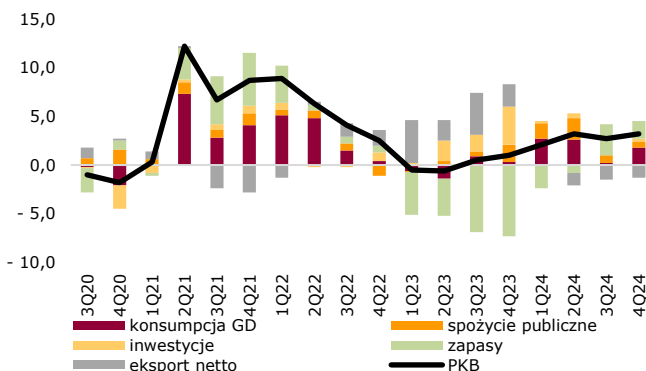
## Strefa euro - Konsumpcja prywatna (4q'19=100)



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



## Polska - Dynamika PKB (realnie, %, r/r) i jego kompozycja (p.p.)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

choć wciąż znajduje się pod poziomem 50 (co oznacza brak ożywienia) to jednocześnie jest najwyższy od 2 lat. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku PMI dla Niemiec rosnącego do 45,8. Badania Komisji Europejskiej też sugerują lekką poprawę nastrojów w sektorze – wskaźnik ESI dla strefy euro wzrósł z - 12,7 do -11,4. Koniunktura bieżąca jest jednak wciąż rachityczna, a mającące na horyzoncie ożywienie może zostać osłabione, a jeśli USA będą eskalować wojny handlowe. W kontekście relacji transatlantycznych na taki scenariusz póki co wskazują zarówno wypowiedzi D. Trumpa (zapowiada 25% cła na UE) oraz komisarza UE ds. handlu.

Szczegółowe dane o PKB za 4Q'24 potwierdziły, że w obszarze popytu wewnętrznego w UE kontynuowane było umiarkowane ożywienie. PKB rósł o 0,2% k/k wyr. sez., spożycie gospodarstw domowych o 0,4% k/k wyr. sez., a inwestycje o 0,6% k/k wyr. sez. Wzrost gospodarczy był redukowany przez akumulację zapasów oraz przez eksport netto. Kompozycja PKB miała zatem lekko pozytywny układ. Dane z początku roku o sprzedaży detalicznej (1,5% r/r) sugerują jednak wyhamowanie ożywienia w konsumpcji prywatnej. Podobne tendencje w całym sektorze usług implikują wskaźniki PMI. Wskaźnik dla całej strefy euro obniżył się w lutym z 51,3 do 50,6.

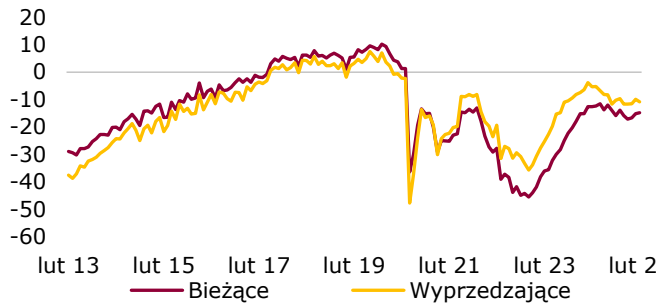
Momentum inflacji konsumenckiej pozostaje od kilku miesięcy blisko celu EBC (2%). Styczeniowy podwyższony odczyt HICP nieco zaburzył ten obraz, ale już luty pokazał, że styczeń był raczej echem przeszłości, a dominująca tendencja jest gdzie indziej. W ujęciu r/r szeroki wskaźnik HICP pokazał wzrost o 2,4%, inflacja bazowa (bez energii i żywności) rosła o 2,6% r/r, a usług o 3,7% r/r. EBC w marcu kontynuował jeszcze serię obniżek stóp procentowych i ściał je o kolejne 25 p.b. Stopa depozytowa obecnie wynosi 2,5%. Bank zredukował nieco prognozę wzrostu PKB z 1,1% do 0,9% oraz podniósł dla inflacji HICP z 2,1% do 2,3% na 2025. Jednocześnie C. Lagarde, prezes EBC, dała do zrozumienia, że dalszy potencjał do luzowania polityki monetarnej jest ograniczony. Powstrzymała się z ocenami perspektywy zmian w polityce gospodarczej. Tym niemniej zauważalnie mniej gołębi ton może mieć podłoże w oczekiwanym luzowaniu fiskalnym w strefie euro, w tym w Niemczech, a co za tym idzie przechyleniu ryzyk dla ścieżki inflacji i stóp EBC w górę.

## Polska

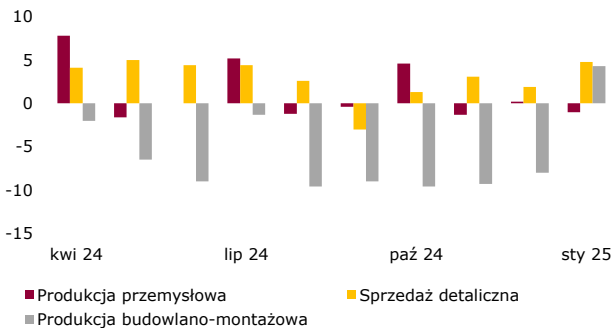
Dane gospodarcze z początku roku są obiecujące i sugerują kontynuację ożywienia krajowej koniunktury. Do motoru napędowego w postaci popytu konsumpcyjnego dołącza inwestycyjny. Jak dotąd realizowany jest zatem nasz scenariusz i podtrzymujemy oczekiwania wyraźniejszego przyspieszenia wzrostu PKB Polski z 2,9% w 2024 do 3,7% w 2025. Głównym czynnikiem niepewności jest otoczenie zewnętrzne, w tym dalsze losy wojny na Ukrainie, zakres wojen handlowych, czy też w końcu skala i tempo realizacji zapowiadanego impulsu fiskalnego w Niemczech, a szerzej w UE. W obrębie tematów inflacyjnych i stóp procentowych początek roku nie przynosi większych zaskoczeń: dynamika cen powinna osiągnąć kulminację w marcu, a potem stopniowo hamować, co naszym zdaniem stworzy przestrzeń do ostrożnych obniżek stóp procentowych NBP, ale raczej dopiero w 2 połowie roku.

Szczegółowe dane o PKB za 4Q'24 potwierdziły, że słabość konsumenta obserwowana w 3Q'24 to był wypadek przy pracy i dynamika spożycia prywatnego przyspieszyła z 0,3% r/r do 3,5% r/r. Wzrost wynagrodzeń realnych w ub. roku nie tylko pozwolił gospodarstwom domowym na większe wydatki, ale także na poprawę bilansu swoich finansów. W 2025 wynagrodzenia realne będą rosły wolniej, ale naszym

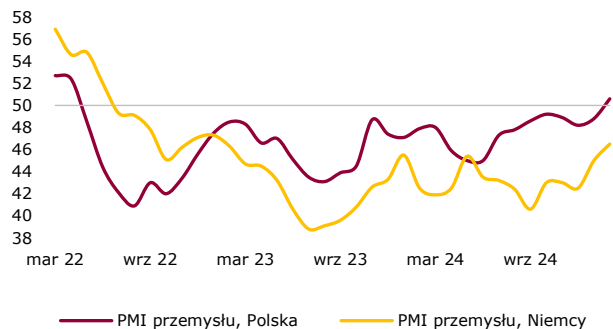
## Polska – nastroje konsumentów wg GUS



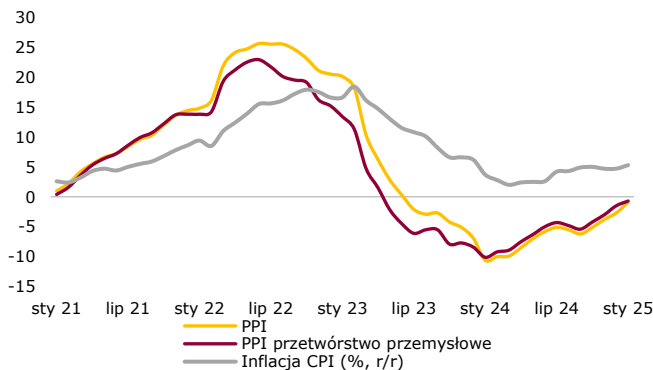
## Polska - Dynamika (% r/r) głównych danych gospodarczych



## Polska – indeks PMI przemysłu (S&P Global) na tle Niemiec



## Polska - inflacja CPI i PPI (% r/r)



Źródło: Bloomberg, GUS, NBP, opracowanie własne DAM

zdaniem wystarczająco aby zapewnić kontynuację ożywienia konsumpcji, zwłaszcza w otoczeniu krzepnięcia lepszej koniunktury gospodarczej i redukcji ostrożnościowych oszczędności. Wstępne potwierdzenie tej tezy znajdujemy w danych styczniowych. Dynamika realna wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyhamowała do 3,7% r/r z 4,9% r/r w grudniu, a wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 4,8% r/r z 1,9%

Styczniowy mocny odczyt sprzedaży detalicznej był jednak dla nas pozytywnym zaskoczeniem i traktujemy go jako swego rodzaju przebłysk, zwiastujący wzrost potencjału konsumpcji, który jednak w pełni ujawni się i okrzepnie raczej dopiero w 2 połowie roku, przy jak dotąd powolnej odbudowie nastrojów w gospodarstwach domowych.

Poza tym 4Q'24 przyniósł wzrost inwestycji w polskiej gospodarce o 1,3% r/r. Nieco mocniejszy niż w 3Q'24 (0,1% r/r), ale też naszym zdaniem (nie znamy jeszcze szczegółowych danych) generowany przy negatywnej kontrybucji sektora prywatnego i jednocześnie zapewne znacząco podrasowany przez wydatki zbrojeniowe. Z drugiej strony wynik obciążony jest efektami wysokiej bazy - odnosi się do bardzo mocnego 4 kwartału 2024, kiedy to trwałoby finiszowanie wydatków infrastrukturalnych z poprzedniej perspektywy unijnej. To dla nas potwierdzenie obserwacji ze znanych już odczytów z budownictwa - z końcem ub. roku nastąpiła również poprawa w obrębie inwestycji infrastrukturalnych. W styczniu br. produkcja budowlano-montażowa wzrosła już o solidne 4,3% r/r (wobec -7,7% r/r w całym 2024). Odczyt wpisuje się w nasze oczekiwania wyraźnego ożywienia i wzrostu inwestycji w całej gospodarce o blisko 7% w 2025. Motorem napędowym będzie wydatkowanie środków unijnych, w tym tych z KPO.

Krajowy przemysł zaczyna coraz bardziej pozytywnie reagować na nasilający się impuls popytu wewnętrznego. Styczniowe dane na pierwszy rzut oka nie wyglądały dobrze - odnotowany został spadek o produkcji o 1% r/r, w tym w przetwórstwie przemysłowym o 0,9% r/r. Ale po pierwsze sektor zmaga się jeszcze z słabym popytem zagranicznym. Po drugie w styczniu było mniej dni roboczych w ujęciu r/r. Po wyrównaniu sezonowym odnotowany został lekki wzrost o 0,3% r/r. Poza tym luty przyniósł wzrost wskaźnika koniunktury PMI powyżej poziomu 50 (dokładnie do 50,6) dla polskiego przemysłu. To sygnał ożywienia, który w przypadku tego badania pojawił się pierwszy raz od niemal 3 lat. W szczegółach odczytu znajdujemy potwierdzenie, że nie wszystkie silniki napędzające sektor już działają - zamówienia zagraniczne wciąż spadają, choć w wolniejszym tempie.

Na froncie inflacyjnym również obserwujemy jak dotąd rozwój wydarzeń zgodny z naszymi oczekiwaniami. Grudniowa pozytywna niespodzianka na cenach żywności (rosły wolniej) spotkała się z kontrą w styczniu (rosły szybciej). Per saldo wskaźnik CPI w styczniu znalazł się na poziomie 5,3% r/r. W marcu powinien wyznaczyć maksima trwającej od połowy 2024 fazy wzrostowej (nieco powyżej 5,5% r/r). W kolejnych miesiącach inflacja konsumencka będzie schodzić na coraz to niższe poziomy. Z prognozami celujemy w uśrednione odczyty poniżej 4% r/r w drugiej połowie roku. RPP nabierze wtedy więcej pewności, że inflacja zmierza do celu (2,5% +/- 1 p.p.) i powstanie przestrzeń do ostrożnego luzowania polityki monetarnej. Podtrzymujemy nasze oczekiwanie redukcji stóp procentowych NBP o 75 p.b. w 2025. Obniżki będą skoncentrowane w 2 połowie roku.



## Prognoza makroekonomiczna z dnia 13-12-2024

	1q24	2q24	3q24	4q24	1q25P	2q25P	2024	2025P
<b>Wzrost gospodarczy</b>								
PKB (realnie, %, r/r)	2,1	3,2	2,7	3,2	3,2	3,7	2,9	3,7
Inwestycje (realnie, %, r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	4,1	4,0	1,3	6,8
Konsumpcja prywatna (realnie, %, r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,8	2,9	3,1	3,6
<b>Ceny i płace</b>								
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	12,4	8,9	8,2	13,7	7,7
<b>Rynek pracy</b>								
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	-0,4	0,2	0,1	-0,4	0,1
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa bazowa NBP - koniec okresu (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,75	5,00
Retowność 10-letnich obligacji - koniec okresu (%)	5,44	5,75	5,26	5,89	5,46	5,32	5,89	5,03

## Prognozy wybranych danych miesięcznych

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

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.



**Karawana jedzie**

**dalej**

MAKROWIZJER