




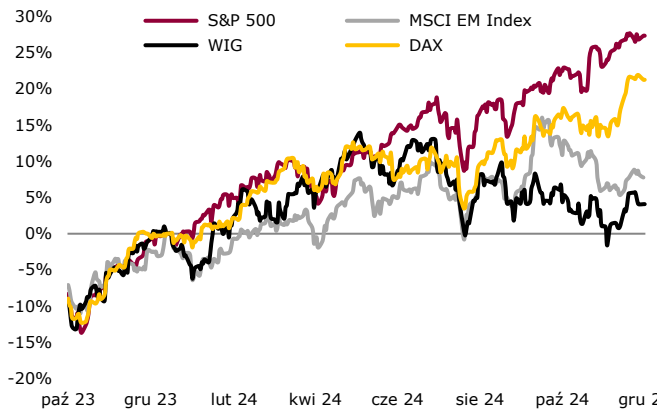


Byłe do 2025

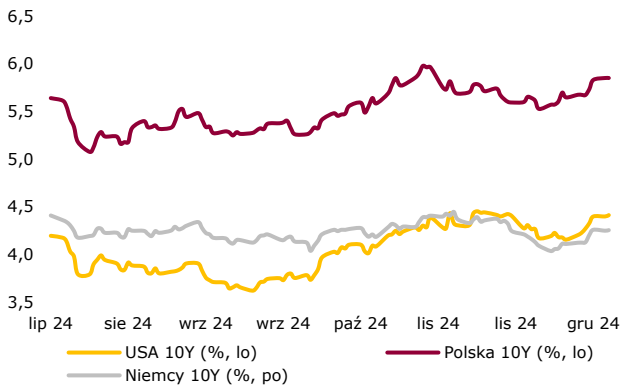
MAKROWIZJER

- 
Stany Zjednoczone kończą 2024 z przytupem
- 
Europejska gospodarka w otoczeniu zawirowań politycznych
- 
Ożywienie w Polsce wyhamowało, ale w 2025 przyspieszy

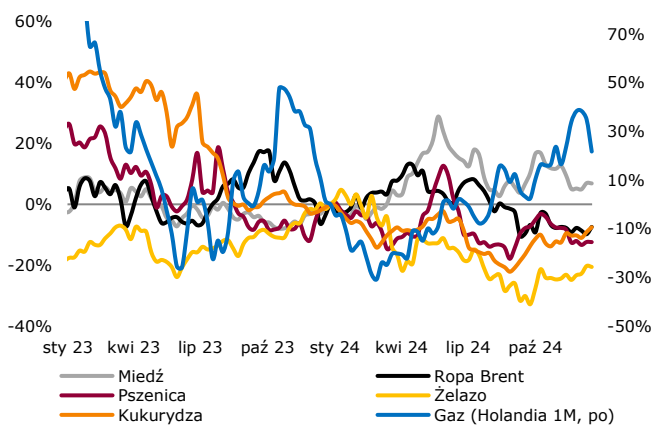
Rynek akcji (zmiana względem 29.12.2023)



Rentowności 10-latek polskich, niemieckich i amerykańskich



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

Rynki akcji i długu

Mijający rok należał do rozwiniętych rynków akcyjnych, a w szczególności do Wall Street. Utrzymujące się przez cały 2024 pozytywne zaskoczenia w gospodarczych danych z USA w połączeniu z oczekiwaniami co do polityki nowego prezydenta (m.in. obniżki podatków dla korporacji) sprawiają, że amerykański SP500 w grudniu wyznaczył nowe rekordy. Rok się jeszcze nie skończył, ale jak dotąd SP500 wyróżnia się zdecydowanie pozytywnie i w połowie grudnia zyskuje przeszło 25% YTD. Nieco w tyle, ale też wyznaczający w grudniu rekordy, jest DAX, rosnący o ponad 20% YTD. Podobnie jak wyniki polskiej gospodarki, gdzieś w połowie roku zacięły się wzrosty WIG, który zamknie 2024 prawdopodobnie na plusie, ale relatywnie niewielkim (w połowie grudnia ok. 5% YTD). Indeks rynków wschodzących MSCI EM wygląda nieco lepiej i zyskuje niecałe 10% YTD.

Po listopadowych umiarkowanych zniżkach rentowności na rynkach bazowych, pierwsze tygodnie grudnia przyniosły osłabienie 10-letnich Treasuries i Bundów. W tle mamy stabilizację oczekiwań co do perspektyw ścieżki stóp Fed i EBC. Wyceny rynkowe kontraktów terminowych sugerują, że inwestorzy spodziewają się dużo szybszej redukcji stóp procentowych EBC niż Fed w nadchodzących miesiącach, co ma swoje źródło przede wszystkim w rozbieżności w bieżącej i oczekiwanej koniunkturze Stanów Zjednoczonych względem strefy euro. Rentowności polskich benchmarków w listopadzie również skorygowały się po październikowych wzrostach. Grudzień natomiast przyniósł już odbicie rentowności pod wpływem rynków bazowych, ale również w odpowiedzi na zaostrzenie retoryki RPP.

Surowce

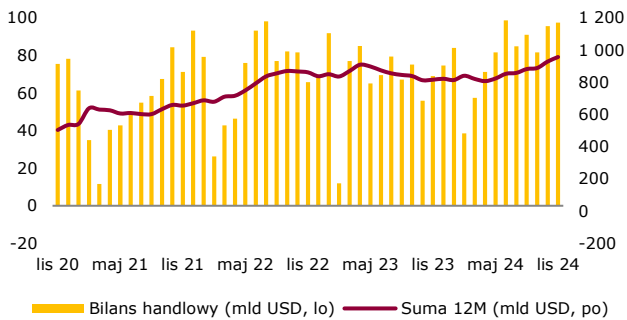
Na przestrzeni ostatnich tygodni na rynkach surowcowych przeważały niejednoznaczne tendencje, co per saldo dawało stabilizację szerokiego indeksu Bloomberg'a na poziomach bliskich trzyletnim minimum z sierpnia i września br.

Ceny ropy Brent od drugiej połowy października stabilizują się w przedziale 70-75 USD za baryłkę. Patrząc w szerszej perspektywie te poziomy są najniższe od 2021 na co wpływ ma utrzymujący się względnie słaby popyt, z naciskiem na rozczarowujące ożywienie konsumpcyjne w Chinach. W takiej sytuacji OPEC+ zdecydował się na odsunięcie w czasie (o 3 miesiące, do kwietnia'25) planowanego zwiększenia podaży.

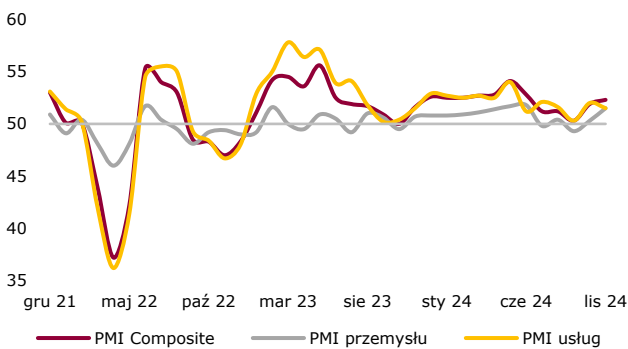
Z pozostałych surowców energetycznych wyróżnia się presja na wzrost cen gazu w Europie. Benchmark TTF na początku grudnia był najdroższy od adekwatnego okresu ub. roku. Ceny obecnie przekraczające 40 EUR/MWh są ok. 2x wyższe od poziomów sprzed zawirowań związanych z atakiem Rosji na Ukrainę.

Od kilku miesięcy rosną ceny żywności w ujęciu globalnym. Tym niemniej listopadowa zwyżka w ujęciu m/m (0,5%) była najmniejsza od trzech miesięcy. W relacji rocznej indeks FAO rósł o 5,7%. Kluczowy impuls pochodzi od silnie drożejących olei roślinnych, w obawie o słabe plony w Azji południowo-wschodniej przy silnych deszczach w tym regionie.

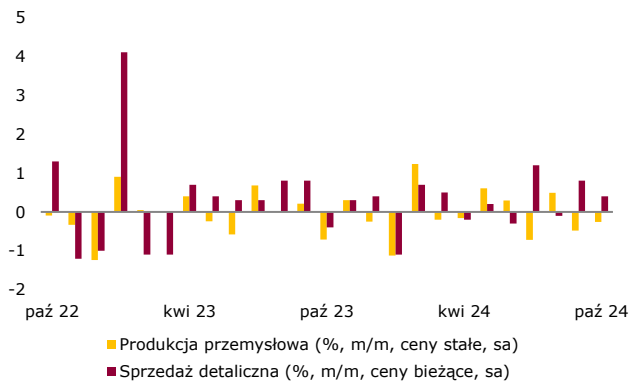
Chiny – bilans handlowy (towary)



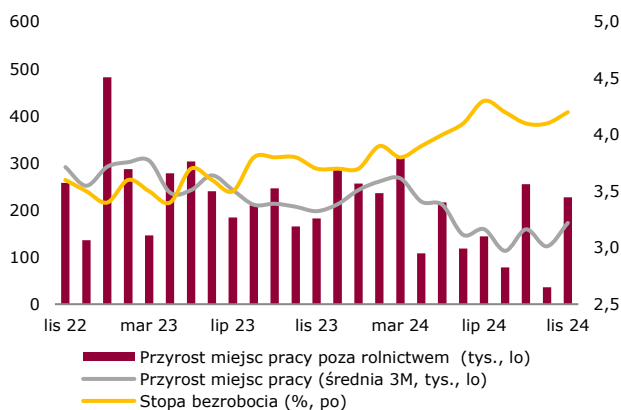
Chiny – indeksy koniunktury PMI (S&P Global)



USA - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa



USA – rynek pracy



Chiny

Bieżące dane z Chin są niejednoznaczne. Trwa wyczekiwanie na efekty stymulacji fiskalnej i monetarnej aplikowanej po wakacjach tego roku, a te jak na razie raczej nie są satysfakcjonujące dla Pekinu. Z jednej strony w październiku zauważalna była pewna poprawa w sprzedaży detalicznej (4,8% r/r vs 3,2% r/r we wrześniu), co sugerowało, że konsument mógł nieco odżyć. Z drugiej strony już listopadowy odczyt (3% r/r) był rozczarowujący. A w bilansie handlowym odnotowany został wyraźny spadek importu towarów o 3,9% r/r, co daje sygnał ostrzegawczy, że cały popyt wewnętrzny jest rachityczny. Podobnie można interpretować kontynuację niskich odczytów inflacyjnych. W listopadzie wskaźnik CPI obniżył się z 0,3% r/r do 0,2% r/r. Wskaźnik PPI natomiast pozostaje ujemny – w listopadzie odnotowane zostało -2,5% r/r. Koniunkturę w Chinach niezmiennie „podbija” popyt zewnętrzny. W listopadzie eksport rósł o 6,7% r/r, a saldo wymiany handlowej w ujęciu 12-miesięcznej sumy bije nowe rekordy.

Bieżący charakter dynamiki gospodarczej, z deficytami po stronie popytu wewnętrznego częściowo kompensowanymi sprzedażą zagraniczną, oddają w przybliżony sposób listopadowe wskaźniki PMI. Indeks dla przemysłu rosnąc z 50,3 do 51,5 pokazał przyspieszenie ożywienia. Z kolei indeks usług dał obraz przyhamowania koniunktury - wskaźnik obniżył się z 52 do 51,5. Przy perspektywie nasilenia wojny handlowej, w tym głównie z USA po wygraniu przez Trumpa wyścigu o fotel prezydenta, znaczne uzależnienie wzrostu gospodarczego od eksportu wiąże się dla Chin z podwyższonym ryzykiem. Zdają sobie z tego sprawę tamtejsi decydenci i z końcem roku zapowiedzieli plany wsparcia popytu krajowego, w tym również konsumenta w 2025. W przyszłym roku jest zatem dość prawdopodobne zarówno dalsze luzowanie polityki monetarnej jak i fiskalnej.

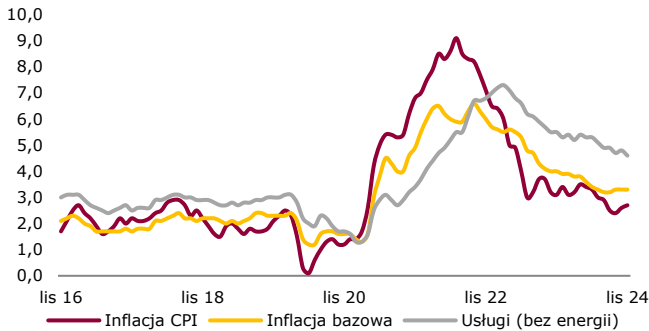
USA

Gospodarka Stanów Zjednoczonych zbliża się do końca 2024 w zdecydowanie lepszej kondycji niż to było oczekiwane przed rokiem. Środowisko wysokich stóp procentowych jest jak dotąd mało destrukcyjne dla popytu, a inflacja mimo wszystko stopniowo zbliża się do celu banku centralnego. Rynek pracy został lekko schłodzony i na przestrzeni ostatnich miesięcy stabilizuje się. Coraz mniej mówi się w tej sytuacji o ryzykach recesyjnych (tzw. twarde lądowanie), co zresztą ma swoje konsekwencje dla perspektyw polityki monetarnej Fed. Ta ma być luzowana, ale w ograniczonym tempie, co dodatkowo ma związek z proinflacyjnym charakterem okologospodarczych planów nowego prezydenta.

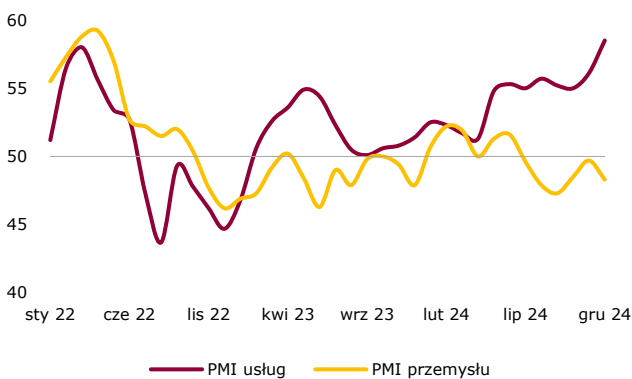
Po mocnym 3 kwartale w wykonaniu konsumenta, 4 kwartał rozpoczął się też całkiem obiecująco. Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 0,4% m/m (ceny bieżące), a nastroje w gospodarstwach domowych poprawiły się na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy. Od połowy roku trwa natomiast flauta w produkcji przemysłowej, ale to mniej istotny dla gospodarki sektor. Patrząc na koniunkturę z lotu ptaka - nowcast od Atlanta Fed sugeruje, że w 4 kwartale PKB ponownie może rosnąć w tempie powyżej 3% k/k annualizowane, co by oznaczało przyspieszenie ożywienia względem 3 kwartału (!).

W danych z rynku pracy widać pewne rysy. Ale drobne. Raport za listopad zgodnie z oczekiwaniami pokazał odrabianie październikowych jednorazowych zaległości (strajki i zjawiska pogodowe pogorszyły statystykę) i

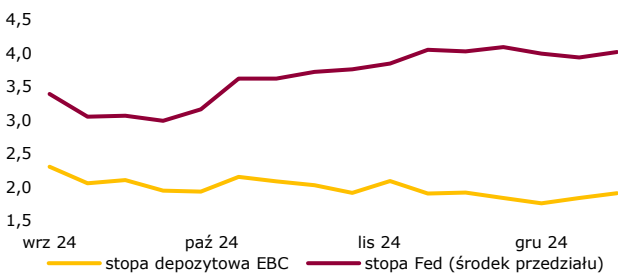
USA – inflacja CPI (% r/r)



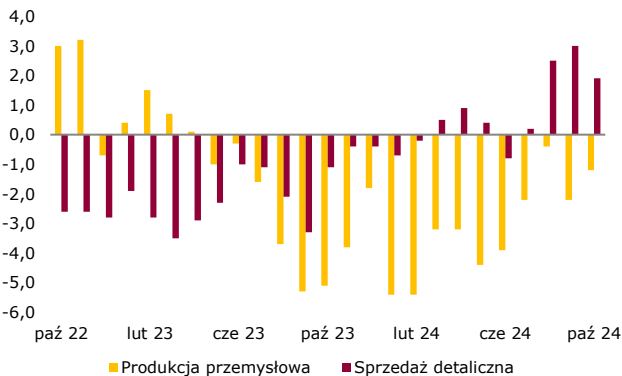
USA – wskaźniki PMI (S&P Global)



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



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

odnotowany został przyrost etatów na poziomie 227 tys. i średnia z 2 miesięcy to ok. 136 tys. Lekko wzrosła natomiast stopa bezrobocia (z 4,1% do 4,2%). W pierwszym tygodniu grudnia podskoczyła też liczba nowych zasiłków dla bezrobotnych, do 242 tys. (wyr. sez.), a więc poziomu najwyższego od 2 miesięcy. To ostatnie zjawisko gdyby się utrzymało byłoby niepokojące, ale wstępnie można je rzucić na karb nietypowej sezonowości obserwowanej zazwyczaj z końcem roku, tym razem prawdopodobnie związanej ze Świętem Dziękczynienia.

W danych inflacyjnych od sierpnia włącznie zauważalne jest przystopowanie procesów dezinflacyjnych. W listopadzie wskaźnik CPI rósł o 2,7% r/r, CPI bazowy stabilizuje się na podwyższonym poziomie 3,3% r/r. Miara PCE preferowana przez Fed jest nieco niższa, w październiku na 2,3% r/r, ale też wykazuje ostatnio tendencje do stabilizacji nieco powyżej celu banku centralnego (2%).

Wręcz bardzo dobrze wypadają ostatnie wskaźniki koniunktury, zwłaszcza w kluczowym dla USA sektorze usług. Szeroki PMI Composite od S&P Global w grudniu osiągnął 56,6 zwiastując znaczne przyspieszenie ożywienia. To poziom najwyższy od początku 2022. W obszarach płytkiej dekonunktury pozostaje PMI przemysłu (48,3), a PMI usług (58,5) jest najwyższe od przeszło 3 lat.

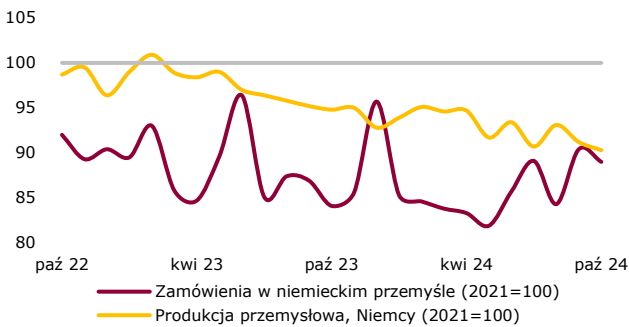
Fed ostatnio jest postawiony w sytuacji mocniejszych od oczekiwań danych gospodarczych przy jednoczesnym stabilizowaniu się inflacji nieco powyżej celu. Do tego plany nowego prezydenta, który będzie miał względnie wolną rękę w ich realizacji (Republikanie mają większość w Kongresie) są oceniane jako prozwrostowe i proinflacyjne. W tej sytuacji bank centralny sygnalizuje większą wstrzemięźliwość w luzowaniu polityki monetarnej. Wyceny rynkowe obecnie sugerują, że znakomita większość ruchów na stopach dokona się w tym roku – łącznie z oczekiwaną grudniową obniżką - 25 p.b. ma to być -100 p.b. W przyszłym roku luzowanie ma być bardziej umiarkowane i jest wyceniane łącznie na ok. - 50 p.b.

Europa

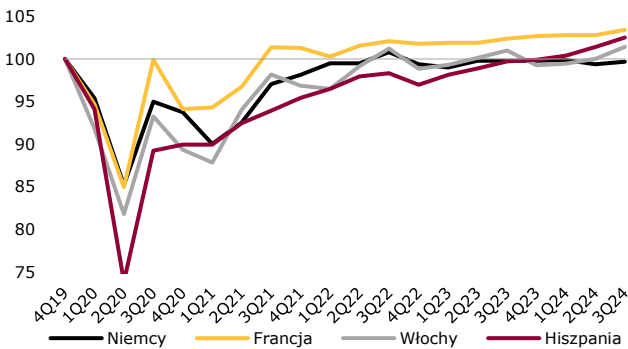
W strefie euro zaznaczają się coraz wyraźniejsze obawy związane z krajobrazem politycznym. W dwóch największych gospodarkach, tj. Niemczech i Francji rządy są niestabilne, a dodatkowo w USA do władzy dochodzi prezydent, który zapowiada podwyższoną presję na UE, głównie pod kątem zwiększania wydatków na zbrojenia, ale też modyfikacji warunków handlowych bardziej na korzyść Stanów Zjednoczonych. Wszystko to ma miejsce w otoczeniu rachitycznej gospodarki strefy euro i przedłużającego się kryzysu w sektorze przemysłowym. Choć gdzieś w tle zauważalne jest pewne ożywienie w konsumpcji prywatnej. Do tego inflacja jest już niemal w celu, co daje przestrzeń do luzowania polityki monetarnej przez EBC i w tym kierunku idą zarówno bieżące ruchy banku centralnego jak i oczekiwania względem ich perspektywy.

Ostatnie miesiące związane są ze sporą niestabilnością w polityce dwóch liderów strefy euro: Niemiec i Francji. W tym pierwszym przypadku obecny rząd nie dostał wotum zaufania w parlamencie i w związku z tym w przyszłym roku (prawdopodobnie w lutym) rozpisane zostaną przedterminowe wybory. We Francji wydarzenia dzieją się szybciej. Świeży gabinet M. Barniera (powołany we wrześniu) przegrał głosowanie o wotum zaufania z początkiem grudnia. Prezydent Francji już zdążył powołać nowego premiera, ale jego pozycja, podobnie jak w przypadku Barniera, jest uzależniona od woli ugrupowań opozycyjnych, co sprawia, że

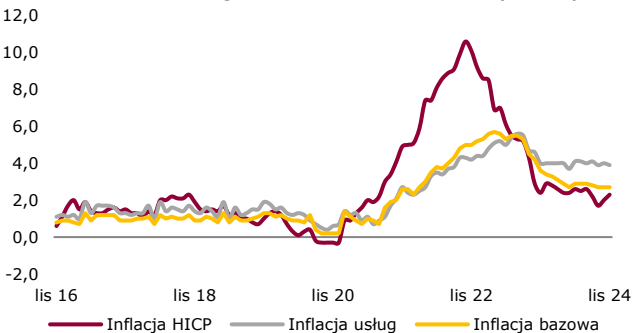
Niemcy - produkcja i zamówienia w przemyśle



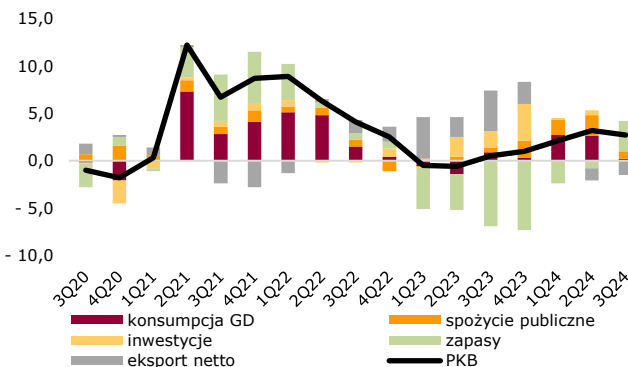
Poziom konsumpcji (4q'19=100, ceny stałe)



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



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



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne DAM

sytuacja polityczna nad Sekwaną jest daleka od stabilnej. W otoczeniu narastającej rywalizacji międzynarodowej głównych bloków gospodarczych taka sytuacja wewnętrzna strefy euro jest dodatkowym obciążeniem.

W twardych danych z gospodarki przede wszystkim wciąż brakuje ożywienia w przemyśle. Sektor pozostaje w kryzysie, a w samym październiku dynamika przetwórstwa przemysłowego wyniosła -1,2% r/r (wyr. sez.). Pewnym optymistycznym symptomem jest obserwowane od kilku miesięcy odbicie w nowych zamówieniach w Niemczech. Ale po pierwsze jak dotąd nie idzie za nim poprawa w wynikach przemysłu, a po drugie jest związane wyłącznie z ożywieniem w zamówieniach eksportowych. Dusząco na przemysł energochłonny oddziałują ostatnie wzrosty cen gazu.

Umiarkowanie optymistycznie wygląda natomiast sytuacja w konsumpcji prywatnej. W 3Q'24 odnotowany został tu wzrost o 0,7% k/k wyr. sez. – to tempo najwyższe od 2 lat. Coraz lepiej też wyglądają dynamiki sprzedaży detalicznej, która w okresie sierpień-październik notowała średni wzrost o 2,5% r/r. Niewątpliwie gospodarstwa domowe korzystają z rekordowo niskiej w historii strefy euro stopy bezrobocia (w październiku 6,3%) oraz solidnej dynamiki wynagrodzeń – płace negocjowane wg EBC w okresie 1-3Q'24 rosły średnio o przeszło 4,5% r/r.

Inflacja konsumencka w listopadzie wzrosła z 2% r/r do 2,3% r/r w całej strefie euro. Od czterech miesięcy balansuje w okolicy celu EBC (2% r/r), przy podwyższonej inflacji bazowej (2,7% r/r w listopadzie), w tym przede wszystkim usług (odpowiednio 3,9% r/r). Jednocześnie momentum szerokiej inflacji dla całego 2024 jest w zasadzie zbliżone do celu EBC, a w przypadku pozostałych dwóch miar podobnie jest na przestrzeni ostatnich kilku miesięcy.

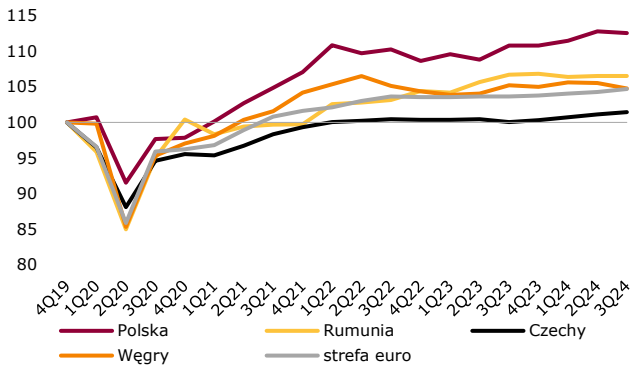
Wskaźniki koniunktury dla całej strefy euro z okresu 4Q'24 wykazywały osłabienie i tym samym sugerują, że całkiem przyzwoity wzrost PKB z 3Q'24 (0,4% k/k wyr. sez.) był raczej „wypadkiem” przy pracy. Wciąż bardzo słabo wygląda sektor przemysłowy. Tu grudniowy PMI wyniósł 45,2 i tym samym 29 miesiąc z rzędu utrzymywał się poniżej 50, a więc poziomu rozdzielającego ożywienie od dekonunktury. PMI usług po miesięcznej przerwie wrócił nad poziom 50, rosnąc z 49,5 do 51,4. W ujęciu krajowym niezmiennie pozytywnie wyróżnia się Hiszpania, a do słabych odczytów z Niemczech w 4Q'24 dołączyła Francja.

EBC w obecnej sytuacji ma w zasadzie otwartą drogę dla dalszego luzowania monetarnego. Jedyne wątpliwości i ograniczenia płyną z mieszanki w sektorze usług, gdzie rachityczne, ale utrzymujące się ożywienie spotyka się z presją na wzrost płac, co per saldo generuje podwyższoną inflację w tym obszarze. Tym niemniej szeroki obraz popytu w gospodarce jest raczej negatywny i ma charakter dezinflacyjny. Na grudniowym posiedzeniu EBC zdecydował się ciąć stopy o 25 p.b. czwarty raz z rzędu. Stopa depozytowa ma obecnie poziom 3%. Bank nabrał więcej pewności co do realizacji celu inflacyjnego (2%), ścinając prognozę HICP z 2,2% do 2,1% na przyszły rok oraz wzrostu PKB z 1,3% do 1,1%. Wyceny rynkowe dot. ścieżki stóp procentowych EBC w grudniu są bardzo „gołębkie” i sugerują przeszło 100 p.b. dodatkowych obniżek stóp w 2025.

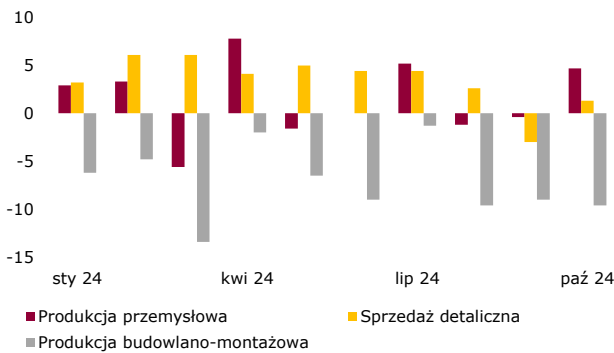
Polska

Druga połowa roku jest rozczarowująca w wykonaniu polskiej gospodarki. Ożywienie wyraźnie przyhamowało, a inflacja bazowa niepokojąco stabilizuje się na podwyższonym poziomie. Główne źródła nieprzyjemnych zaskoczeń? Na

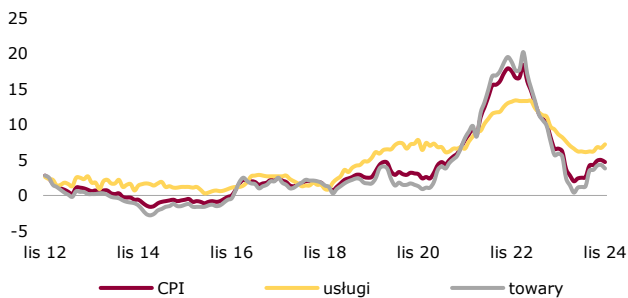
Poziom PKB (4Q19=100, wyr.sez., ceny stałe)



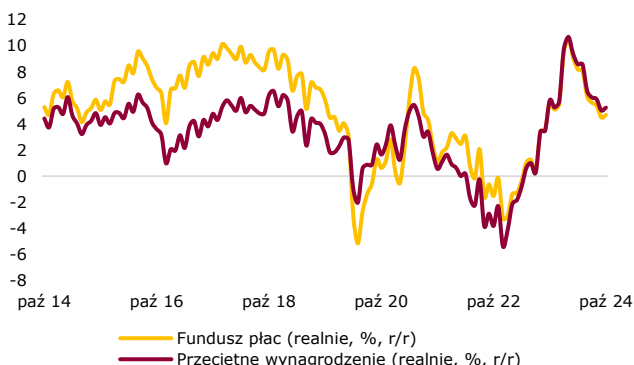
Polska - dynamika (r/r, %) głównych danych miesięcznych



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



Polska – dynamika wynagrodzeń i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

pierwszy plan wysuwa się osłabienie krajowego konsumenta. Nieco w tle, ale też ważny, jest przedłużający się w czasie kryzys w europejskim przemyśle, który negatywnie rzutuje na popyt do krajowego sektora. O ile jednak 3 kwartał był mocno rozczarowujący w tych obszarach, to już dane z 4 kwartału sugerują, że możemy mówić o potknięciu na ścieżce ożywienia, a nie wykołajeniu cyklu. 2025 powinien być już wyraźnie lepszy. Tym niemniej odnotowujemy obniżenie lotu gospodarki, które rzutuje na rewizję w dół naszych prognoz dla PKB. W takim otoczeniu wciąż widzimy przestrzeń do ostrożnych cięć stóp procentowych NBP w 2025, choć grudniowy jastrzębi zwrot A. Glapińskiego sygnalizuje możliwość ich późniejszego startu.

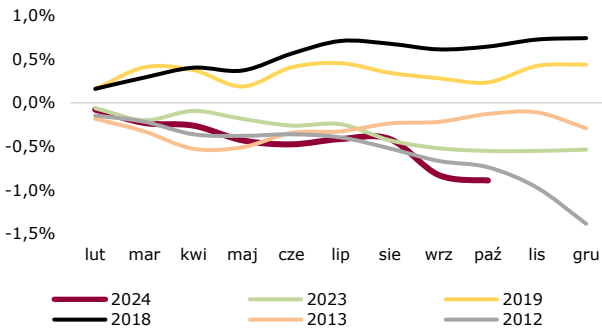
PKB Polski w 3Q'24 spowolnił wyraźnie wzrost, do 2,7% r/r z 3,2% r/r w 2Q'24. Hamowanie koniunktury wynika przede wszystkim ze znacznego osłabnięcia konsumpcji prywatnej, która w 3 kwartale odnotowała dynamikę 0,3% r/r wobec średnio 4,5% r/r w 1 połowie roku. Do tego doszły rachityczne inwestycje (0,1% r/r) ze słabą postawą zarówno sektora prywatnego jak i inwestycji infrastrukturalnych. Wzrost PKB w ujęciu r/r w 3Q'24 w zasadzie w całości generowany był przez odbudowę zapasów, wydrenowanych na przestrzeni wcześniejszych kilku kwartałów, które kontrybuowały 3,2 p.p. do dynamiki. Patrząc w szerszej perspektywie Polska w tym roku nadal wyróżnia się pozytywnie na tle krajów UE. W całym 2024 prognozujemy wzrost PKB na poziomie 2,8%. Wg KE Polska odnotuje tym samym jeden z szybszych wzrostów gospodarczych w UE i nie licząc Cypru i Malty uplasuje się pod tym względem jedynie za Chorwacją (3,6%) i Hiszpanią (3%).

O ile 3 kwartał przyniósł osłabienie krajowej koniunktury, co zresztą zwiastowały dane miesięczne, to początek 4 kwartału sugeruje, że ożywienie w Polsce przyhamowało, ale się nie zatrzymało. Po wrześniowym potknięciu w październiku wyraźnie odbiła zarówno sprzedaż detaliczna jak i produkcja przemysłowa. To wciąż nie są poziomy sugerujące wznowienie tempa odbudowy koniunktury obserwowane w 1 połowie roku, ale przede wszystkim wstępnie zanegowany został nietypowy (nie współgra z innymi danymi) obraz załamania krajowego popytu konsumenckiego. Niezmiennie w dołku pozostawało natomiast budownictwo. Zarówno w przemyśle jak i w budownictwie trwa wyczekiwanie na wyraźniejsze ożywienie, które powinno się pojawić w 2025. Obniżki stóp EBC wspierają ożywienie w strefie euro, co powinno poprawić popyt zagraniczny i dać pozytywny impuls dla sektora przemysłowego. Z kolei w kraju 2025 będzie stał pod znakiem rozpędzania inwestycji infrastrukturalnych finansowych przy udziale środków unijnych (KPO, budżet UE), na co z kolei czeka sektor budowlany.

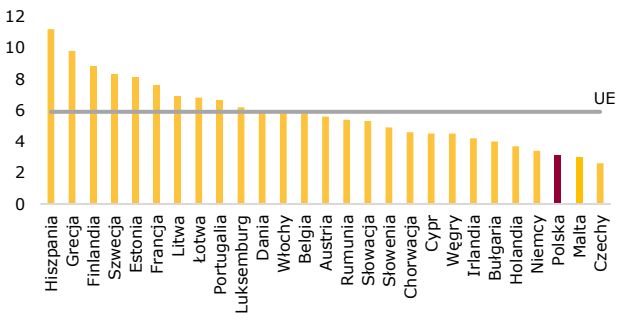
Po stronie inflacyjnej niewiele nowego. Końcówka roku upływa przy stabilizacji CPI w okolicy 5% r/r. Listopadowe cofnięcie z 5% r/r do 4,7% r/r wynikało z efektów bazy i na pewno nie jest momentem zwrotnym. Spodziewamy się, że w grudniu CPI wróci w okolice 5% r/r. Jednocześnie obserwujemy dość niepokojące zjawisko stabilizacji inflacji bazowej na podwyższonym poziomie, nieco ponad 4% r/r. Spodziewamy się, że kulminacja inflacji przypadnie na marzec'25, a w drugiej połowie roku CPI powinna się znaleźć średnio poniżej 4% r/r, nawet pomimo prawdopodobnego stopniowego odmrażania cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych od lipca'25. Przy dość uporczywej inflacji bazowej oraz perspektywie odmrożenia cen energii w 2 połowie 2025 wydłuża się okres dojścia inflacji do celu NBP. Szanse, że nastąpi to w 2 połowie 2025 spadły, a bardziej prawdopodobny jest 1Q'26.

Na rynku pracy obserwowane jest dalsze powolne chłodzenie dynamiki płac. W sektorze przedsiębiorstw październikowy

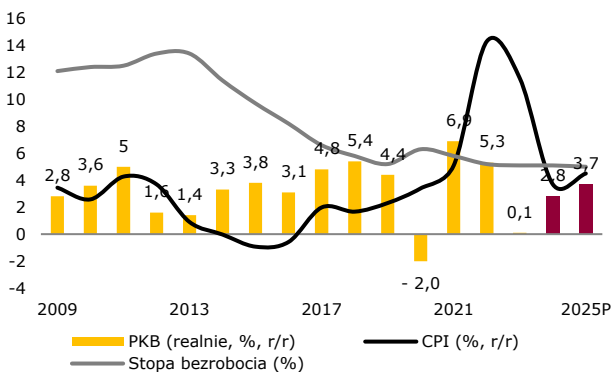
Polska - zmiana przeciętnego zatrudnienia w SP (od lutego)



Stopa bezrobocia w UE, październik'24 (%), za Eurostat



Polska – prognozy DAM Alior



Źródło: Bloomberg, GUS opracowanie własne DAM

wzrost o 10,2% r/r był najniższy w 2024 oraz jednym z niższych na przestrzeni ostatnich 3 lat. Tendencję w zatrudnieniu pozostają negatywne. W październiku przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach spadło o 0,6% r/r, a od lutego br. obniżyło się o 58 tys., co jest wynikiem porównywalnym do słabego 2012, kiedy to Polska gospodarka była pod presją kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Wyraźne obniżenie przeciętnego zatrudnienia jest pochodną kilku czynników. Przede wszystkim niskiej podaży pracy, ale też zmniejszania wymiaru godzinowego czasu pracy przy słabszej koniunkturze czy też w końcu redukcji etatów. Przy wspomnianej słabej podaży pracy stopa bezrobocia utrzymuje się na historycznie niskim poziomie. W przypadku bezrobocia rejestrowanego to było 5% w listopadzie (wstępne dane MRPIPS), a wg BAEL 2,9% w 3Q'24. Wg danych Eurostat Polska ma obecnie 3 najniższą stopę bezrobocia w całej UE.

Po grudniowym posiedzeniu RPP nastąpiła niemal rewolucyjna zmiana w komunikacji prezesa NBP i bardziej ewolucyjna w przypadku całej RPP. Jeszcze w listopadzie konsensus w gremium był dość jednolity i ogniskował się na marcu'25 jako pierwszym momencie kiedy mogą wystartować poważne dyskusje o obniżkach stóp procentowych. Nastawienie prezesa NBP jednak wyraźnie się zaostryło i ostatnio padła sugestia, że najwcześniej luzowanie monetarne może mieć miejsce w 2026. Z komentarzy reszty członków RPP oraz z samego komunikatu po posiedzeniu wnioskujemy, że faktycznie konsensus w gremium dot. perspektyw polityki monetarnej mógł się nieco przesunąć w kierunku późniejszego rozpoczęcia obniżek stóp. A więc poza marzec'25. My niezmiennie widzimy przestrzeń do umiarkowanej redukcji stóp w 2025 (o 75 p.b.), ale głównie ze względu na zmianę nastawienia RPP spodziewamy się, że pierwsza decyzja (-25 p.b.) zapadnie dopiero w czerwcu'25 (do tej pory zakładaliśmy marzec'25).

W grudniu dokonaliśmy rewizji naszych prognoz gospodarczych. Na pierwszy plan wysuwa się obniżenie oczekiwań co do dynamiki PKB, z 3,1% do 2,8% w 2024 i z 4% do 3,7% w 2025. Odpowiada za to przede wszystkim obserwowana przez nas mniejsza skłonność do konsumpcji wśród gospodarstw domowych, co widać w najświeższych danych, które wyraźnie odbiegają od tendencji przedpandemicznych. Konsumpcja prywatna w 2025 wzrośnie wg nas o 3,6% (poprzednia prognoza to 4%). Do tego dojdzie lekkie pogorszenie perspektyw ożywienia w inwestycjach wobec wydłużającej się flauty w przemyśle i w budownictwie, za czym oprócz ww. kwestii dot. popytu krajowego i zewnętrznego stoi też wolne tempo rozkręcania się wydatkowania środków z KPO. Prognozę dynamiki inwestycji na 2025 obniżyliśmy z 7,6% do 6,8%.

Abstrahując od powyższych i patrząc w szerszej perspektywie 2025 wciąż widnieje jako rok przyspieszenia wzrostu gospodarczego i poprawy zarówno w popycie konsumpcyjnym, inwestycyjnym jak i zagranicznym. W drugiej połowie przyszłego roku powinno się pojawić wsparcie w postaci luzowania polityki monetarnej. Po stronie inflacji spodziewamy się dopełnienia procesu urealniania cen energii dla gospodarstw domowych, a jednocześnie podtrzymana jest perspektywa powrotu inflacji do celu NBP (2,5% +/- 1 p.p.). Raczej jeszcze nie w 2 połowie 2025 (choć będzie blisko), ale z dużymi szansami, że nastąpi to już w sposób bardziej trwały od 2026. W relacji do państw UE, Polska ma wciąż szanse rozwijać się w relatywnie szybkim tempie. Wg Komisji Europejskiej PKB UE w 2025 zwiększy się o 1,5%, a wśród większych państw nie ma takich z perspektywą wzrostu w tempie powyżej 3%.

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

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

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.



Byle do 2025

MAKROWIZJER